



VÆRDIANSÆTTELSE OG STRATEGISK ANALYSE AF PANDORA A/S

Afhandling, HD 2. del - Regnskab og Økonomistyring
Maj 2019 – Aalborg Universitet

Forfattere:

Pernille Julsgaard Rasmussen, studienummer 20147533

Kasper Kjær Simonsen, studienummer 20156310

Gruppenummer 53

Vejleder: Jens Riis Andersen

Antal tegn: $170.311 / 2.400 = 71$ sider

Indholdsfortegnelse

Abstract	3
1. Indledning.....	5
1.1 Problemformulering	6
1.2 Metode.....	7
2. Virksomhedsbeskrivelse.....	11
2.1 Historie	11
2.2 Mission og vision	12
2.3 Produkter	12
2.4 Markeder	13
2.5 Ejerforhold	15
2.6 Forventninger til fremtiden	15
3. Regnskabsanalyse.....	16
3.1 Reformulering af balancen	17
3.2 Reformulering resultatopgørelsen	18
3.3 Rentabilitetsanalyse.....	19
3.4 Konklusion på regnskabsanalysen.....	26
4. Strategisk analyse	27
4.1 Omverdens analyse.....	28
4.2 Brancheanalyse.....	35
4.3 Produktanalyse	42
4.4 Værdikædeanalyse.....	51
4.5 SWOT-analyse	58
4.6 TOWS-analyse	62
5. Budgettering	65
5.1 Værdiansættelsesmetoder.....	65
5.2 Finansielle værdidrivere	68
5.3 Budgettering	68
6. Værdiansættelse	85
6.1 Værdiansættelse efter DCF-modellen	85

6.2 Følsomhedsanalyse.....	88
6.3 Værdiansættelse efter multipel analyse.....	90
6.4 Opsummering på værdiansættelsen.....	93
7. Konklusion	95
8. Kildefortegnelse	97
8.1 Hjemmesider	97
8.2 Artikler	100
8.3 Bøger	102
8.4 Årsrapporter	102
8.5 Rapporter/publikationer.....	102
10. Bilag	104
Bilag 1 – Resultatopgørelse.....	104
Bilag 2 – Balance	105
Bilag 3 – Managerial Balance Sheet	106
Bilag 4 – Resultatopgørelse til analyseformål.....	107
Bilag 5 – Samlet pengestrømsopgørelse med det frie cash flow	108
Bilag 6 – Nøgletal	109
Bilag 7 – Beregning af nøgletal.....	110
Bilag 8 – Budgettering	111
Bilag 9 – Udvikling i finansielle værdidrivere.....	112
Bilag 10 – Beregning af WACC, terminalværdi samt det frie cash flow	113
Bilag 11 – Værdiansættelse efter DCF metoden	114
Bilag 12 – Værdiansættelse efter EBITDA multiple.....	115
Bilag 13 – Følsomhedsanalyse	116

Abstract

Pandora is a Danish jewelry company, which is one of the world's largest and most successful jewelry companies. Pandora is known for its bracelets with matching charms. Pandora became stock listed in 2010 at a price of DKK 263 per share. Then the share price of Pandora increased relatively fast in the first year to DKK 366 per share, and the year after, the share price fell significantly to DKK 38.87 per share. The share price of Pandora per 31.12.2018 was DKK 265.30 per share. The development of the stock has made it interesting to analysis if the market value is determined correct in current to an estimating of the company value of Pandora.

The primary purpose of this report is to determine the company value of Pandora per 31.12.2018. Then the company value of Pandora will be compared to the current market value per 31.12.2018, and then evaluate if the estimated value is over- or underestimated.

This report will answer the main purpose thoroughly by covering the most relevant aspects for estimating the company value of Pandora. This includes a strategic analysis, an analysis of the financial history, budgeting and valuation.

To be able to evaluate how Pandora has managed historically, a financial analysis is made from 2014 to 2018. The financial analysis is based on The Drivers Of Return On Equity. The balanced sheet of Pandora is altered into a managerial balance sheet, which is used for analysis of key figures and alter budgeting. The analysis is used to be able to clarify how Pandora has managed historically. The financial analysis will create some of the foundation of the budget. The financial analysis shows that Pandora's net profit has decreased over the last years, which has affected the key figures in the financial analysis.

Following the historical financial analysis, a strategic analysis has been prepared. The strategic analysis includes internal and external aspects of Pandora. To illustrate the internal and external conditions, we have used the theories; PEST, Porter's Five Forces, Boston, PLC, The Ansoff Matrix and a value chain analysis. Finally, these are combined into a SWOT and TOWS analysis, which clarifies the results in schematic form in relation to the internal and external conditions of Pandora.

The strategic analysis aims to provide insight to Pandora's strategic situation, which will be used in the budgeting and valuation.

The strategic analysis shows that Pandora has both strengths and weakness, opportunities and threats. Pandora depends on their charms product, and are both a strength and weakness for Pandora. The analysis shows also, that Pandora has several non-financial value drivers, such as a recognized and strong brand worldwide and therefore strong growth potential. These value drivers increase the value of the company.

Based on the strategic and financial analysis the budget period will be determined. Then the company value of Pandora will be estimated by using the DCF-model. The calculation of WACC and the terminal value will be included. All these will be used to discounting the free-cash-flow of Pandora in the budgeting. A sensitivity-analysis will be made on some of the uncertain parameters, in order to test the insecurities of the DCF-model.

According to the DCF-model the value of Pandora per 31.12.2018 is DKK 792.59 per share. Comparing the estimated value at DKK 792.59 per share and the share price at DKK 265.30 per 31.12.2018, shows that the stock price at the stock market is underestimated.

1. Indledning

Den danske smykkevirksomhed PANDORA A/S (fremadrettet Pandora) har siden etableringen i 1982 været på en vækstende rejse, som har ført dem helt til tops i smykkebranchen og Pandora er i dag blandt verdens største smykkeproducenter.¹ Rejsen har dog ikke været uden op- og nedture for Pandora.

Pandora designer, fremstiller og markedsfører håndforarbejdede og moderne smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Pandora er gået fra at være et nationalt brand til i dag at være et stort internationalt brand. Det betyder, at Pandoras smykker sælges i mere end 100 forskellige lande fordelt på seks kontinenter via cirka 7.800 forhandlere, herunder mere end 2.400 konceptbutikker.²

Pandora blev i 2010 børsnoteret med en børsværdi på kr. 263 pr. aktie, og allerede få måneder efter steg aktien til kr. 366 pr. aktie, hvilket var en stigning på 39%. Dog faldt aktien igen allerede året efter i 2011 til kr. 38,87 pr. aktie. Pandoras aktiekurs har efterfølgende stadig været meget svingende, og den nåede i 2016 en aktiekurs på kr. 994 pr. aktie.³ Aktiekursen pr. 31. december 2018 var på kr. 265,30 pr. aktie.⁴

Den svingende udvikling i Pandoras aktiekurs fra virksomheden blev introduceret på børsen til i dag, har givet inspiration til at undersøge om Pandora aktiekurs på aktiemarkedet pr. 31. december 2018 er over- eller undervurderet i forhold til en beregning ud fra en værdiansættelsesmodel.

¹ Børsen, Pandora virksomhedsside

² Pandora, Om Pandora

³ Nasdaq, Pandora

⁴ Nasdaq, Pandora

1.1 Problemformulering

1.1.1 Rapportens formål

Aktiemarkedet har generelt været præget af svingende aktiekurser, hvilket også gør sig gældende for udviklingen på Pandoras aktie. Derfor kunne det være interessant at undersøge om Pandoras aktie pr. 31. december 2018 også er det reelle udtryk for Pandoras værdi pr. denne dato.

Derfor vil hovedformålet med denne rapport være, at foretage en værdiansættelse af Pandora, og efterfølgende sammenholde med den aktuelle aktiekurs på markedet for Pandora, for at kunne vurdere, om aktien er over- eller undervurderet i forhold til den beregnede værdi.

Til udarbejdelsen af værdiansættelsen, ønsker vi at estimere et budget for Pandora, og til dette vil vi foretage en regnskabsanalyse, samt en strategisk analyse, herunder omverdens-, branche-, produkt- og værdikædeanalyse. Dette opsamles i en SWOT og TOWS-analyse, som danner grundlag for det opstillede budget.

1.1.2 Hovedspørgsmål

Ovenstående henleder til følgende hovedspørgsmål i problemformuleringen:

“Hvad er aktiekursen for PANDORA A/S pr. 31. december 2018, og er denne over- eller undervurderet i forhold til den beregnede værdi?”

1.1.3 Undersøgelsesspørgsmål

For at besvare ovennævnte hovedspørgsmål i problemformuleringen, ønsker vi at undersøge følgende underspørgsmål:

1. Hvordan har Pandora udviklet sig økonomisk de sidste 5 år?
2. Hvordan udvikler de strategiske forhold sig for Pandora, både internt og eksternt?
3. Hvilke værdiansættelsesmetoder kan anvendes til bedømmelse af virksomhedens værdi og hvilken værdi kan beregnes for Pandora pr. 31. december 2018?

1.2 Metode

Rapporten vil tage udgangspunkt i en deduktiv tilgang, da der i rapporten benyttes allerede indsamlet empiri, og herudfra udarbejdes konklusioner ved brug af analysemodeller og teorier. De teorier og analysemodeller vi anvender i rapporten, bliver beskrevet under det pågældende afsnit, hvor de bliver anvendt.

For at besvare vores problemformulering tages der udgangspunkt i teorien, herunder de benyttede teorier på HD-studiet, som blandt andet er erhvervsøkonomiske modeller. Yderligere suppleres der med begivenheder fra virksomhedens omverden, hvilket sker helt automatisk, da Pandora er en eksisterende virksomhed. Ved både at tage udgangspunkt i teori og virkelighed benytter vi os af både kvantitative og kvalitative datakilder. Dette vil betyde, at vi opnår ny viden og på den måde kan vi indsamle data, som kan assistere os til at kunne besvare vores problemformulering.

Sekundære kilder:

Kvalitativ	Interne	- Beretninger og oplysninger i godkendte årsregnskaber - Pandoras hjemmeside
	Eksterne	- Artikler fra research
Kvantitativ	Interne	- Godkendte årsregnskaber
	Eksterne	- Statistiske databaser - Branchens nøgletal

Figur 1.1 - Kvalitative og kvantitative kilder - Kilde: Egen tilvirkning

Figur 1.1 viser den måde, hvorpå vi har indsamlet vores empiriske viden, som vi benytter i rapporten. Da rapporten udarbejdes ud fra et eksternt synspunkt, vil der udelukkende blive anvendt sekundære kilder. Vores indsamling af data, vil tage udgangspunkt i både kvalitative

samt kvantitative data. Til brug for virksomhedens beskrivelse vil der blive fokuseret på de kvalitative datakilder. Ligeledes vil der i regnskabsanalysen være fokus på de kvalitative datakilder, hvor årsregnskaberne vil være en central kilde til dette afsnit. De kvalitative data vil komme til udtryk i de strategiske analyser, hvor eksempelvis artikler, kan belyse Pandoras omverden, underbygget af de kvantitative datakilder, som eksempelvis data fra statistiske databaser.

1.2.1 Struktur og disposition

Vores problemformulering vil være udgangspunktet for rapportens struktur. Problemformuleringen er underbygget ved tre undersøgelsesspørgsmål, som behandles separat i rapporten, i den rækkefølge, der fremgår af problemformuleringen. For at sikre en struktur igennem rapporten, samt at kunne besvare vores problemformulering, har vi foretaget en skitsering af strukturen jævnfør nedenstående figur.



Figur 1.2 - Rapportens struktur - Kilde: Egen tilvirkning

Indledningen i afsnit 1 består af en overordnet introduktion til rapporten og dens indhold, med fokus på at besvare vores problemformulering. Derefter foretages der en beskrivelse af den valgte virksomhed, Pandora, som beskrives i afsnit 2.

I det efterfølgende afsnit 3 vil vi foretage en regnskabsanalyse baseret på baggrund af de offentliggjorte regnskaber fra Pandora indenfor den afgrænsede periode, som er en 5-årig

periode fra 2014 - 2018. Formålet med regnskabsanalysen er, at skabe en forståelse af Pandoras evne til, at skabe værdi i fremtiden, for derefter at kunne benytte denne til den efterfølgende budgettering, som danner grundlag for vores værdiansættelse. Regnskabsanalysen vil være med til, at belyse i hvilken retning Pandora forventes at udvikle sig i fremtiden. Efter en regnskabsanalyse kan vi formulere en delkonklusion, og dermed besvare vores første undersøgelsesspørgsmål til vores problemformulering.

Den interne analyse af Pandora fortsættes ved at foretage en strategisk analyse i afsnit 4. Herunder belyses Pandoras interne og eksterne forhold. Dette gøres både på samfunds-, branche- og virksomhedsniveau. Herefter foretages der en delkonklusion, som vil være en besvarelse til vores andet undersøgelsesspørgsmål i problemformuleringen.

Når vi via vores regnskabsanalyse og dele fra den strategiske analyse har afdækket Pandoras eksterne og interne position, vil vi herefter kombinere resultaterne fra analyserne i en samlet SWOT-model samt TOWS-model, som fremgår af afsnit 4.

Det forestående analysearbejde i henholdsvis regnskabsanalysen samt den strategiske analyse, som er blevet opsamlet i en samlet SWOT-model og TOWS-model, vil blive benyttet i budgetteringsfasen.

Budgettering, som forekommer i afsnit 5, danner grundlag for vores værdiansættelse i afsnit 6, som vil give os svar på vores sidste underspørgsmål i problemformuleringen.

Slutteligt vil der i afsnit 7 foretages en konklusion på de samlede udarbejdede analyser, som vil danne grundlaget for svaret på vores hovedspørgsmål i problemformuleringen.

1.2.2 Afgrænsning

Vi har i denne rapport valgt at afgrænse os fra følgende, for at kunne besvare ovenstående problemformulering, samt underspørgsmål.

Det forventes at læseren har et overordnet og generelt kendskab til de modeller, som vi senere vil anvende i rapporten. Modellerne vil derfor kun blive beskrevet kort under de enkelte afsnit, hvor de anvendes.

Vi har valgt at anvende den 15. april 2019 som skæringsdato for vores informationsindsamling. Det vil sige, at der ikke er anvendt kilder i rapporten efter denne dato. Skulle der forekomme informationer efter denne skæringsdato, som vi vurderer har relevans for rapporten og dens helhed, vil disse blive inddraget og medtaget til den mundtlige eksamen.

Vores informationsindsamling har primært bestået af eksterne og offentligt tilgængelige kilder, som information fra Pandoras egen hjemmeside, øvrige artikler, samt de seneste 5 års godkendte årsrapporter. Det har ikke været muligt at indhente internt materiale fra Pandora.

1.2.3 Kildekritik

Der vil i rapporten blive anvendt materiale fra allerede indsamlet empiri. Disse kilder vil blive vurderet i forhold til deres troværdighed, og danne grundlag for at besvare problemformuleringen.

Vi vil i rapporten benytte os af litteratur fra undervisningen på HD-studiet, som er litteratur som vurderes som troværdige og pålidelige kilder, og som kan anvendes til at besvare vores problemformulering. Vi har også anvendt litteratur udover pensum på HD-studiet. Ligeledes er disse kilder vurderet kildekritisk i forhold til troværdighed og pålidelighed.

En stor del af vores informationer er hentet fra Pandoras offentlige årsrapporter, som er udgivet på deres hjemmeside. Årsrapporterne er underskrevet med erklæring uden fremhævelser eller forbehold af en statsautoriseret revisor, hvorfor de vurderes troværdige. Dog er vi ekstra kritiske i forhold til Pandoras oplysninger i årsrapporterne, da de kan være internt præget af Pandora, som ønsker at fremstå bedst muligt.

De artikler vi har anvendt i rapporten er vurderet i forhold til deres troværdighed og pålidelighed. Vi har ved benyttelsen af disse kilder været kildekritiske, da dette er en nødvendighed, da artiklerne kan være præget af subjektive holdninger. For at imødekomme dette, er kilderne sammenholdt med andre kilder, og på den måde har vi sikret informationsværdien er den samme, og dermed øger det kildernes troværdighed. Samtlige forfattere er testet i google scholar med citeringer mv., og på den måde har vi gennemgået kvalitetssikringen af kilderne.

Da vi kun har benyttet sekundær data i form af både kvalitative samt kvantitative data, har vi i rapporten været meget opmærksomme på kilderne.

2. Virksomhedsbeskrivelse

Pandora beskriver sig selv på følgende måde:

Pandora designer, fremstiller og markedsfører håndforarbejdede og moderne smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Pandoras smykker sælges i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter via cirka 7.800 forhandlere, herunder mere end 2.400 konceptbutikker.⁵

2.1 Historie

Virksomheden Pandora blev stiftet tilbage i 1982. Hele historien om Pandora startede i en lille juvelerbutik i København af Per Enevoldsen og hans kone Winnie. Siden hen er Pandora blevet et verdenskendt smykkebrand.⁶

Det startede med rejser til Thailand, hvor de søgte efter smykker til import. Som efterspørgslen steg på deres produkter, skiftede de langsomt deres fokus til engros til kunder i Danmark.⁷

Fra stiftelsen i 1982 og frem til 1987 havde Pandora stor succes som grossister. I 1987 afbrød Pandora dog deres detailaktiviteter. De ansatte deres første interne smykkedesigner, og det betød at de fremadrettet ville fokusere på at skabe og producere deres egne unikke smykker. I 1989 besluttede Pandora at begynde at fremstille sine egne smykker i Thailand.⁸

I 2000 lancerede Pandora deres populære charms armbånd. De begyndte lanceringen på det danske marked. Succesen var stor, og de begyndte at ekspandere internationalt. Produktet blev lanceret i USA i 2003. Tyskland og Australien kom til senere, da de blev introduceret for konceptet i 2004. Pandora udviklede sig derfor hurtigt fra at være en skandinavisk virksomhed

⁵ Årsrapport Pandora 2017, side 3

⁶ Pandora, Om Pandora

⁷ Pandora, Om Pandora

⁸ Pandora, Om Pandora

til en international salgs- og marketingsplatform, der hovedsageligt drives af tredjepartsdistributører med stærke produktionsfaciliteter i Thailand.⁹

I 2005 udvidede Pandora yderligere i Thailand, da de investerede i et nyt seks etager højt produktionsanlæg, som i dag stadig udgør en central del af Pandoras nuværende infrastruktur og produktion. I 2008 udvidede de med yderligere et anlæg i samme område, og igen med et tredje og fjerde anlæg i 2010.¹⁰

Axcel købte 60% af Pandora tilbage i 2008. I 2010 blev Pandora noteret på NASDAQ OMX Københavns Fondsbørs.¹¹

Pandora beskæftiger cirka 26.500 medarbejdere, hvor 13.200 af disse arbejder i Thailand, hvor Pandora har deres produktion.¹²

2.2 Mission og vision

Mission

Pandoras mission er at inspirere alle kvinder til at føle sig kreative i deres personlige udtryksform.¹³

Vision

Deres vision er at være den varemærke producent, der leverer den mest personlige smykke oplevelse.¹⁴

2.3 Produkter

Pandora forhandler smykker. De varetager alt fra design til produktion, markedsføring og salg. Pandora tilbyder et stort udvalg af smykker som er håndforarbejdede. Deres fokuspunkt er, at deres smykker skal være af høj kvalitet, til en tilgængelig pris. De tilbyder smykker inden for følgende smykke kategorier: Charms, armbånd, øreringe, ringe, halskæder og vedhæng. For

⁹ Pandora, Om Pandora

¹⁰ Pandora, Om Pandora

¹¹ Pandora, Om Pandora

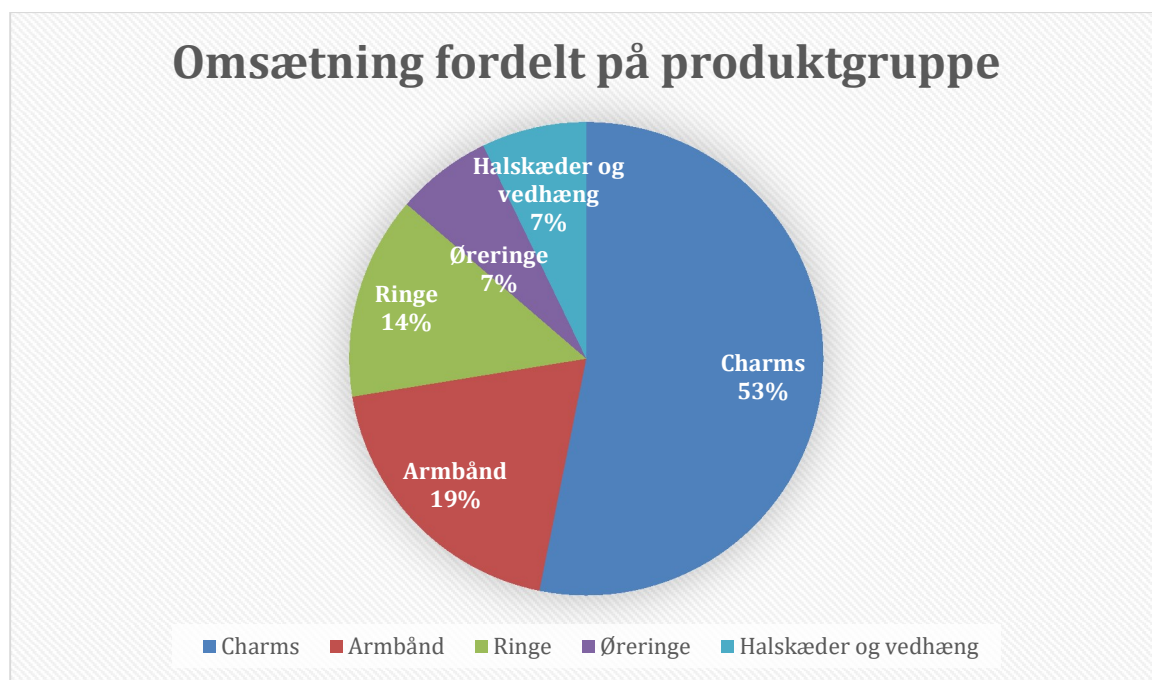
¹² Pandora, Om Pandora

¹³ Årsrapport Pandora 2017, side 3

¹⁴ Årsrapport Pandora 2017, side 3

Pandora er det vigtigt at deres smykker bliver så personlige som muligt. Derfor er det vigtigt, at smykkerne og de forskellige vedhæng kan mikses, således hver enkelt kvinde kan skabe sit eget unikke Pandora smykke.

Charms har altid været Pandoras bestseller, hvilket de fortsat er ifølge årsrapporten fra 2018, hvor netop denne kategori udgør 53% af den samlede omsætning, og udgør 12.126 mio. kr. Pandoras armbånd er deres næstbedste sælgende smykkekategori med en omsætning på 4.393 mio. kr., svarende til 19% af den samlede omsætning. Ringene udgør 14% af omsætningen, svarende til 3.168 mio. kr. Øreringene udgør sammen med halskæderne med vedhæng 14%. 7% for hver produktkategori. Øreringene med en omsætning på 1.486 mio. kr., mens halskæderne med vedhæng står for 1.633 mio. kr. af omsætningen.¹⁵ Illustration fremgår af nedenstående figur.



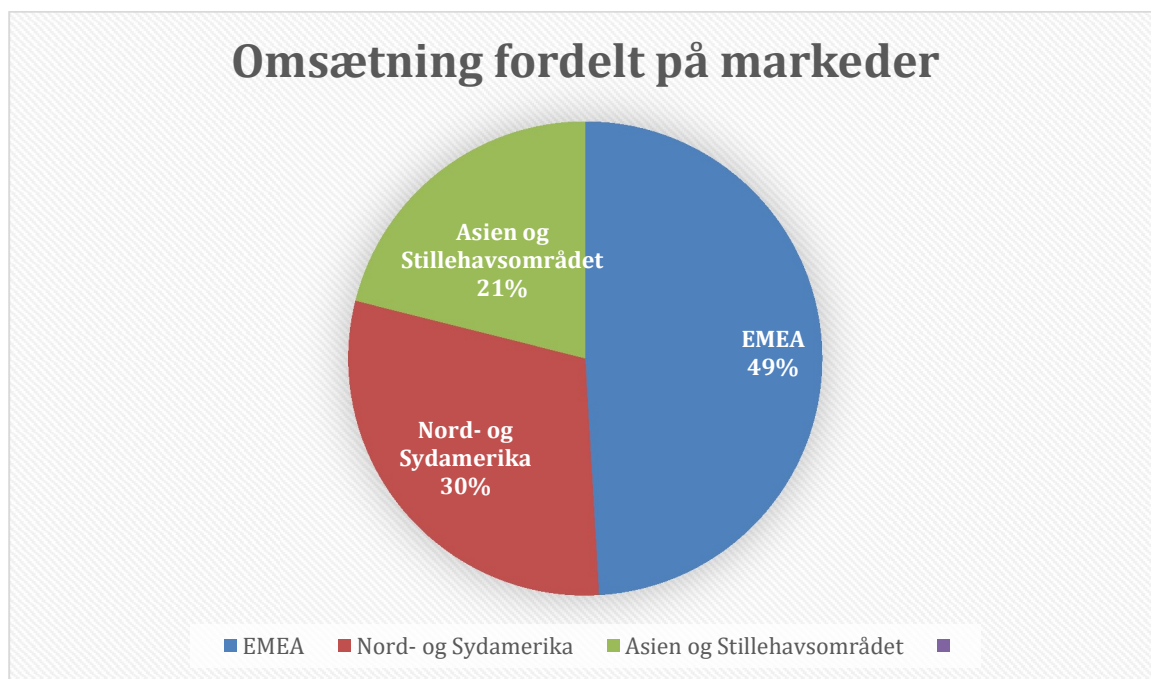
Figur 2.1 – Omsætning fordelt på produktgruppe – Kilde: Egen tilvirkning

2.4 Markeder

Pandora startede på det danske marked i 1982, hvor Pandora blev stiftet. Men som tiden er gået og smykkevirksomheden er vokset, er markederne også blevet udvidet. Således Pandora i dag er en stor international virksomhed. Pandoras største marked er EMEA området, som består af

¹⁵ Årsrapport Pandora 2018, side 48

Europa, Mellemøsten og Afrika. Dette område står for 49% af den samlede omsætning, svarende til 11.190 mio. kr. Nord- og Sydamerika står for 30% af omsætningen, svarende til 6.807 mio. kr. Asien og Stillehavsområdet omsætning udgør 4.809 mio. kr., som svarer til 21% af den samlede omsætning.¹⁶ Illustration af fordelingen pr. marked fremgår af nedenstående figur.



Figur 2.2 – Omsætning fordelt på markeder – Kilde: Egen tilvirkning

Udover de fysiske markeder befinder Pandora sig også på det online marked, som er et marked i vækst og har været det de seneste år. Dette er også noget som Pandora er opmærksomme på, og de forholder sig til den stigende e-handel. De er opmærksomme på at flere forbrugere anvender en digital platform til at fremsøge et produkt, før de anvender den fysiske butik.¹⁷ Op mod 80% af Pandoras forbruger researcher på nettet før de besøger en fysisk butik. Pandora anvender også sociale medier, som Facebook, Instagram og Twitter, hvor salget i 2018 udgjorde 3%, via direkte klik fra disse sider.¹⁸

¹⁶ Årsrapport Pandora 2018, side 47

¹⁷ Årsrapport Pandora 2018, side 5

¹⁸ Årsrapport Pandora 2018, side 24

2.5 Ejerforhold

Pandora ejes i dag af cirka 60.000 navnenoterede aktionærer.¹⁹ Pr. 31. december 2018 var der ingen aktionærer som ejede mere end 5% af aktiekapitalen eller stemmerettighederne i Pandora.²⁰

Pandora fyrede i efteråret 2018 sin daværende administrerende direktør Anders Colding Friis på grund af væksten i Pandora ikke kunne leve op til de tidligere udmeldte forventninger for 2018. Fyringen kom efter Pandora havde offentliggjort, at de måtte nedjustere deres forventninger til væksten til 4% - 7%, i forhold til den tidligere udmeldte forventning om 7%-10% omsætningstilvækst.²¹

Pandoras topledelse består af Anders Boyer (CFO) og Jeremy Schwartz (COO).²² Bestyrelsen består af Peder Tuborgh (bestyrelsesformand), Christian Frigast (næstformand), Andrea Alvey (medlem), Birgitta Stymne Göransson (medlem), Bjørn Gulden (medlem), Per Bank (medlem) og Ronica Wang (medlem).²³

2.6 Forventninger til fremtiden

Pandora har i forbindelse med aflæggelsen af årsrapporten for 2018 iværksat en spareplan, som skal spare smykkevirksomheden for 1,2 mia. kr. Den 2-årige omstruktureringsplan har Pandora selv kaldt for "Programme NOW". Besparelsen skal ske frem mod år 2020. Den skal spare dem 1,2 mia. kr. om året. Der skal blandt andet spares 0,6 mia. kr. i driftsomkostningerne og vareforbruget for regnskabsåret 2019. I fremtiden vil Pandora også foretage færre opkøb af grossistbutikker og foretage færre butiksåbninger. Yderligere vil Pandora reducere antallet af tilbudskampagner.²⁴ ²⁵ "Programme NOW" igangsættes med henblik på, at Pandora kan levere på de højeste niveau i branchen i forhold til langtidsholdbar positiv organisk vækst og lønsomhed.²⁶

¹⁹ Årsrapport Pandora 2018, side 42

²⁰ Årsrapport Pandora 2018, side 43

²¹ DR.dk, Pandora siger farvel til topchef

²² Pandora Group, About Pandora

²³ Pandora Group, About Pandora

²⁴ Årsrapport Pandora 2018, side 11

²⁵ Børsen, Pandora kommer i mål med forventningerne og varsler om stor spareplan til 1,2 milliarder

²⁶ Euroinvestor, Pandora afslører sløjfede finansielle mål

Pandoras driftsdirektør, Jeremy Schwartz, udtaler følgende om det nye "Programme NOW":
*"Med "Programme NOW" igangsætter vi øjeblikkelige og stærke initiativer som svar på de skuffende resultater i 2018. Vi er overbeviste om, at denne omfattende transformation af selskabet vil tilføre ny energi til Pandora, og få os tilbage til bæredygtig vækst og understøtte vores høje indtjening."*²⁷

Det forventes at udgiften til omstruktureringsplanen "Programme NOW" vil udgøre 2,5 mia. kr. Denne omkostning vil fordele sig over både regnskabet for 2019 og 2020. Det forventes at 1,5 mia. kr. vil blive indregnet i årsregnskabet for 2019. De resterende 1,0 mia. kr. vil blive indregnet i årsregnskabet for 2020. Det forventes at store dele af denne omkostning vil vedrøre varetilbagekøb og konsulentregninger. Pandora forventer at 2019 bliver et transitionsår. Derfor forventer Pandoras ledelse, at de finansielle resultater vil blive betydeligt påvirket af "Programme NOW". Der forventes derfor en negativ organisk vækst i omsætningen på mellem -3% til -7% for 2019. Ligeledes forventes der et fald i indtjeningen. Derfor forventes der en EBIT-margin på mellem 26% - 28%.^{28 29}

3. Regnskabsanalyse

I nedenstående afsnit vil vi foretage en regnskabsmæssig analyse af Pandora. Vi har valgt, at tage udgangspunkt i de seneste fem regnskabsår fra 2014 - 2018 i vores regnskabsanalyse. Vi vurderer, at denne periode er tilstrækkelig for at kunne analysere og vurdere på Pandoras rentabilitet, samt deres finansielle stilling generelt.

Til brug for regnskabsanalysen, har vi valgt at tage udgangspunkt i den fremgangsmåde, som Hawawini beskriver i bogen "Finance for Executives". Til grund for dette valg ligger, at den måde hvorpå der er taget højde for gældsposterne i regnskabsanalysen er mere realistiske i forhold til den forestående regnskabsanalyse. Samtidig kommer modellen "The Drivers Of Return On Equity" omkring hele regnskabet og det bliver koblet sammen, hvorfor regnskabsanalysen vil være mere sammenfattende.

²⁷ Børsen, Pandora kommer i mål med forventningerne og varsler om stor spareplan til 1,2 milliarder

²⁸ Årsrapport Pandora 2018, side 11

²⁹ Børsen, Pandora kommer i mål med forventningerne og varsler om stor spareplan til 1,2 milliarder

Ved brug af denne fremgangsmåde, foretager vi en reformulering af balancen, som også er til brug for den senere værdiansættelse af Pandora. Reformulering af balancen foretages ud fra de officielle regnskaber, som viser en klassificering af tallene, som er en anden end den vi ønsker til brug for udarbejdelsen af regnskabsanalysen. Fremgangsmåden i reformulering af balancen vil blive uddybet i nedenstående afsnit.

Selve regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i ”The Drivers Of Return On Equity”³⁰, således at der kan dannes et overblik over hvordan Pandora har genereret afkast til deres aktionærer. Dette beskrives mere detaljeret i senere afsnit.

3.1 Reformulering af balancen

Til den senere værdiansættelse af Pandora, som skal beregne værdien af Pandora, er det nødvendigt at foretage en reformulering af balancen fra de offentliggjorte regnskaber. Således når vi frem til arbejdskapitalen, også kaldet WCR (Working Capital Requirement). Balancen i de offentliggjorte regnskaber er opdelt i aktiver og passiver. Ved en reformulering af balancen, når vi frem til Managerial Balance Sheet, som i modsætning til den traditionelle balance, bliver opdelt i henholdsvis Invested Capital og Capital Employed.

Invested Capital består af likvider, arbejdskapital (WCR) samt anlægsaktiver. Capital Employed består af kortfristet rentebærende gæld, langfristet rentebærende gæld samt egenkapitalen. Ved at foretage en sådan opdeling af balancen, finder vi frem til de driftsinvesteringer, der skaber værdi for Pandora, og den gæld som investeringerne er blevet finansieret af.

Fremgangsmåden hvorpå Managerial Balance Sheet opstår, sker ved, at de poster, som ikke har forrentningskrav, bliver flyttet over på modsatte side af balancen, og derefter trækkes driftsaktiverne fra, og tilbage har vi de investeringer i driften, som skaber værdi.³¹

Arbejdskapitalen (WCR) kan beregnes ved nedenstående formel:

³⁰ Hawawini, Finance for Executives, side 199

³¹ Hawawini, Finance for Executives, side 109-111

$$\text{WCR} = (\text{debitorer} + \text{lagre} + \text{periodeafgrænsningsposter}) - (\text{varekreditorer} + \text{periodeafgrænsningsposter})$$

Når vi foretager en reformulering af Pandoras balance med udgangspunkt i ovenstående, så vil Pandoras Managerial Balance Sheet se ud som nedenstående tabel 3.1.

Managerial balance sheet					
mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018
Likvider	1.131,0	889,0	897,0	993,0	1.387,0
Arbejdskapital	2.545,0	3.369,0	3.837,0	4.233,0	4.033,0
Anlægsaktiver	6.076,0	7.724,0	8.729,0	10.496,0	11.785,0
Invested capital	9.752,0	11.982,0	13.463,0	15.722,0	17.205,0
Kortfristet gæld (rente)	2.229,0	2.753,0	2.774,0	2.793,0	3.453,0
Langfristet gæld	491,0	3.090,0	3.895,0	6.415,0	7.333,0
Egenkapital	7.032,0	6.139,0	6.794,0	6.514,0	6.419,0
Capital employed	9.752,0	11.982,0	13.463,0	15.722,0	17.205,0

Tabel 3.1 - Managerial Balance Sheet for Pandora - Kilde: Egen tilvirkning

I Invested Capital indgår likvider (cash). Det er den del af Pandoras værdier, som ikke er bundet, eksempelvis likvider i banken. Som tidligere beskrevet består arbejdskapitalen af poster fra passivside, hvor der ingen forrentningskrav er til, samt lagre og varedebitorer på aktivside.

Varekreditorerne er flyttet fra passivside til aktivside under arbejdskapital, da vi antager at Pandora har kredittid hos deres leverandører, og derfor ikke betaler rente hertil.

Den sidste post som indgår i Invested Capital er anlægsaktiverne, som består af bygninger, driftsmidler samt øvrige anlægsaktiver.

Under Capital Employed indgår egenkapitalen, samt de poster hvori der fremgår forrentningskrav under henholdsvis kort- og langfristet gæld.

3.2 Reformulering resultatopgørelsen

Forud for beregningen af nøgletallene i rentabilitetsanalysen, er der foretaget nogle overvejelser omkring resultatopgørelsen. Der er foretaget en reformulering af resultatopgørelsen, således det skaber et bedre fundament for beregningen af nøgletallene i rentabilitetsanalysen. Som det fremgår i tabel 3.2 er afskrivningerne flyttet til en post for sig, således de ikke længere indgår i

opgørelsen af vareforbrug, salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger, samt administrationsomkostninger. Dette er gjort for, at EBITDA bliver vist i resultatopgørelsen med et retvisende værdi.

Resultatopgørelse til analyseformål					
mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætning	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Variable omk	3.470,0	4.469,0	4.980,0	5.709,0	5.723,0
Dækningsbidrag	8.472,0	12.268,0	15.301,0	17.072,0	17.083,0
Kapacitetsomkostninger	4.178,0	6.054,0	7.583,0	8.855,0	10.059,0
EBITDA	4.294,0	6.214,0	7.718,0	8.217,0	7.024,0
Afskrivninger	222,0	400,0	314,0	433,0	593,0
EBIT	4.072,0	5.814,0	7.404,0	7.784,0	6.431,0
Renter	200,0	469,0	-246,0	117,0	-151,0
EBT	3.872,0	5.345,0	7.650,0	7.667,0	6.582,0
Skat	774,0	1.671,0	1.625,0	1.899,0	1.537,0
EAT	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0

Tabel 3.2 - Resultatopgørelse til analyseformål - Kilde: Egen tilvirkning

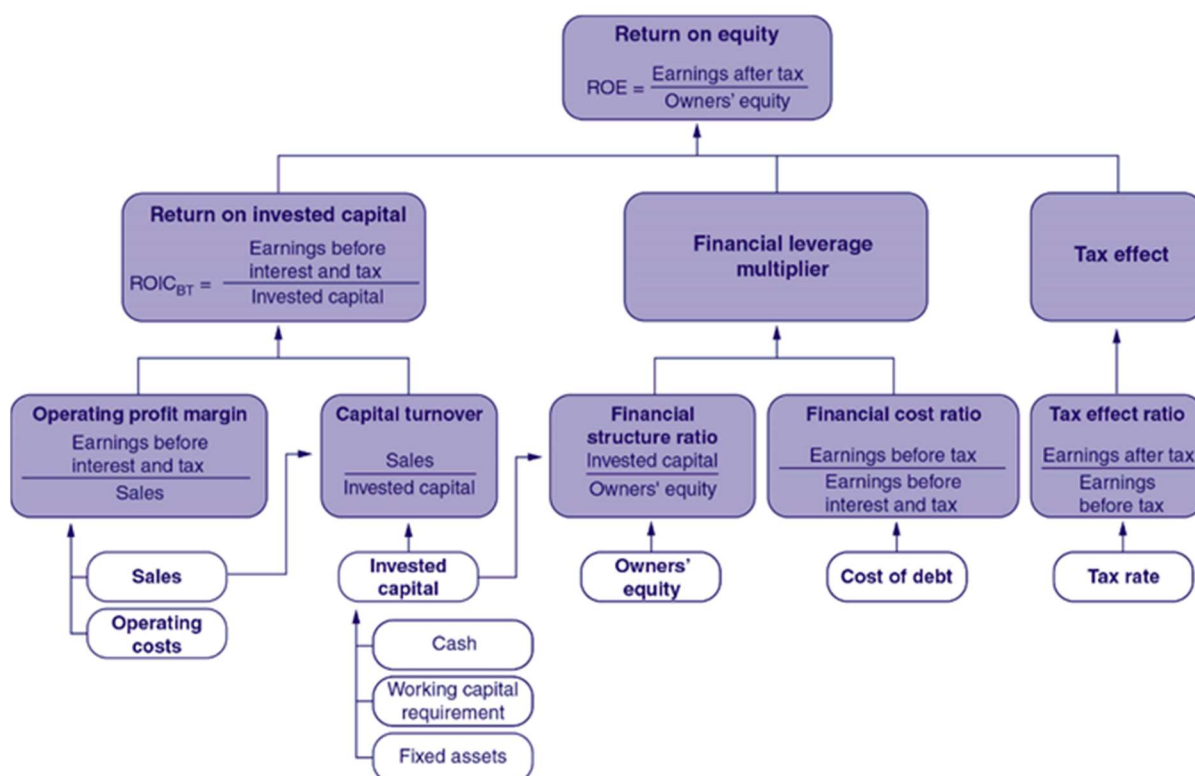
3.3 Rentabilitetsanalyse

For at besvare vores problemformulering, skal vi foretage en værdiansættelse, og til brug for dette, er det nødvendigt at budgettere fremtidige residualoverskud. Egenkapitalens forrentning, ROE, bestemmer disse residualoverskud, sammen med væksten i investeringer. Derfor er rentabilitet og vækst nøgleord, når det kommer til den senere budgettering.

Vi foretager derfor en analyse af, hvad der driver egenkapitalens forrentning, ROE, og hvad der driver væksten. Rentabilitetsanalysen vil afdække hvad der driver den nuværende rentabilitet i Pandora, samt give et billede af, hvor Pandora befinder sig økonomisk. Med en god forståelse for den økonomiske nutid, som Pandora befinder sig i, vil dette danne noget af grundlaget for den senere budgettering, hvor den fremtidige rentabilitet skal vurderes.³²

Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-model/”The Drivers Of Return On Equity”, som er illustreret i figur 3.3.

³² Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 279



Figur 3.3 - "The Drivers Of Return On Equity" - Kilde: Hawawini, Finance of Executives, side 199

Analysen tager udgangspunkt i egenkapitalens forrentning, ROE, som bliver påvirket af de underliggende finansielle vækstdrivere: afkastningsgraden, ROIC, samt den finansielle gearing i Pandora. Afkastningsgraden, ROIC, viser Pandoras evne til, at generere overskud ud fra den indskudte kapital i virksomheden. Afkastningsgraden, ROIC, bliver påvirket af overskudsgraden, Operating Profit Margin, samt aktivernes omsætningshastighed, Capital turnover, som også fremgår af ovenstående figur 3.3.

Til beregning af nøgletallene er der taget udgangspunkt i gennemsnittet. Det vil sige at vi har anvendt gennemsnittet af sidste års tal og indeværende års tal for balancetallene, da det vurderes at give det mest retvisende billede af udviklingen.

De beregnede nøgletal fremgår af nedenstående tabel 3.4.

Diverse nøgletal						
		2014	2015	2016	2017	2018
ROE (egenkapitalens forrentning)		45,9%	55,8%	93,2%	86,7%	78,0%
ROIC (afkastningsgrad)		44,1%	53,5%	58,2%	53,3%	39,1%
Capital turnover (aktivernes omsætningshastighed)		1,29	1,54	1,59	1,56	1,39
Operating profit Margin (overskudsgraden)		34,1%	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%
Financial cost ratio		0,95	0,92	1,03	0,98	1,02
Financial structure ratio		1,37	1,65	1,97	2,19	2,55
Fin lev multiplier (Finansiel Gearing)		1,30	1,52	2,03	2,16	2,61
EBIT% (resultat før renter og skat)		34,1%	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%
Tax effect ratio		0,80	0,69	0,79	0,75	0,77

Tabel 3.4 - Beregnede nøgletal for Pandora i perioden 2014 til 2018 - Kilde: Egen tilvirkning

3.3.1 ROE, egenkapitalens forrentning

ROE, egenkapitalens forrentning viser hvordan Pandora har forrentet den indskudte kapital.

ROE er beregnet ud fra følgende formel:

$$ROE = EAT / Owners equity$$

$$Egenkapitalens forrentning = Resultat efter skat / Gns. ordinær egenkapital$$

Udregning af ROE						
År		2014	2015	2016	2017	2018
ROE						
EAT		3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0
Gns. egenkapital		6.747,0	6.585,5	6.466,5	6.654,0	6.466,5
Total		45,9%	55,8%	93,2%	86,7%	78,0%

Tabel 3.5 - Beregning af ROE for Pandora - Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan ses i tabel 3.5 har udviklingen i ROE været svingende hen over analyseperioden. Siden 2014 og frem til 2016 har ROE været stigende, hvorefter der i 2017 og 2018 har været et mindre fald. ROE har fulgt udviklingen i EAT henover analyseperioden.

Fra 2015 - 2016 sker der en stor stigning i ROE, hvilket skyldes en stigning i EAT. Stigningen i EAT i 2016 kan henføres til lavere realiserede råvarepriser, samt en øget omsætning pr. omkostningskrone på Pandoras mere etablerede markeder. Stigningen er i 2016 opvejet en del af højere kompleksitet i deres produktion, samt geografisk ekspansion i Asien.³³

³³ Årsrapport Pandora 2016, side 8

ROE falder i 2017 og 2018 til henholdsvis 86,7%, samt 78%. En negativ indvirkning fra valuta er blandt andet en af årsagerne til den faldende ROE, da den påvirker EAT fra 2016 - 2017. Samtidig med at salgs- og distributionsomkostningerne er steget fra 2016 - 2017, hvilket skyldes Pandoras investeringer i flere Pandora ejede konceptbutikker.³⁴

ROE bliver påvirket af udviklingen i ROIC samt den finansielle gearing, hvorfor det er aktuelt at analysere disse nøgletal nærmere, for at kunne forklare udviklingen i ROE nærmere end det er gjort ovenfor.

3.3.2 ROIC, afkastningsgrad

ROIC, afkastningsgraden, viser hvordan Pandora formår at skabe overskud med baggrund i deres driftsaktiver³⁵. Følgende formel er benyttet til beregningen af ROIC:

$$ROIC = EBIT/Invested\ Capital$$

$$Afkastningsgraden = Resultat\ før\ renter\ og\ skat/Gns.\ investeret\ kapital$$

Udregning af ROIC					
År	2014	2015	2016	2017	2018
ROIC					
EBIT	4.072,0	5.814,0	7.404,0	7.784,0	6.431,0
Invested Capital	9.244,0	10.867,0	12.722,5	14.592,5	16.463,5
Total	44,1%	53,5%	58,2%	53,3%	39,1%

Figur 3.6 - Beregning af ROIC for Pandora - Kilde: Egen tilvirkning

Overskudsgraden er en af de to nøgletal, som påvirker udviklingen i ROIC, hvorfor det er aktuelt at se nærmere på dette. Overskudsgraden er beregnet ud fra følgende formel:

$$Operating\ profit\ margin = EBIT/sales$$

$$Overskudsgraden = Resultat\ før\ renter\ og\ skat/nettoomsætning$$

³⁴ Årsrapport Pandora 2017, side 52

³⁵ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 216

Udregning af Operating Profit Margin					
År	2014	2015	2016	2017	2018
Operating Profit Margin					
EBIT	4.072,0	5.814,0	7.404,0	7.784,0	6.431,0
Nettoomsætning	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Total	34,10%	34,74%	36,51%	34,17%	28,20%

Figur 3.7 - Beregning af Operating profit margin for Pandora - Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående figur 3.7 viser udviklingen i overskudsgraden. Overskudsgraden udtrykker hvor meget overskud Pandora genererer på baggrund af virksomhedens omsætning. Overskudsgraden ligger på nogenlunde samme niveau fra 2014 - 2016, hvor der fra 2016 - 2017 er sket et lille fald i overskudsgraden, dog er overskudsgraden på et stabilt niveau over analyseperioden. Det lille fald i overskudsgraden fra 2016 - 2017 kan henføres til den tidligere nævnte stigning i salgs- og distributionsomkostningerne som skyldes investeringer i konceptbutikker.³⁶

I 2018 falder overskudsgraden fra 34,10% - 28,20%. Faldet er påvirket af en lavere EBIT i 2018, hvor omsætningen ligger på niveau med året før.

Aktivernes omsætningshastighed er det andet nøgletal, som påvirker ROIC. Aktivernes omsætningshastighed belyser, hvordan Pandoras omsætning udvikler sig i forhold til aktiverne. Det viser hvor gode Pandora er til, at udnytte deres aktiver, og hvor meget omsætning aktiverne er med til at generere af overskud. Aktivernes omsætningshastighed er beregnet ud fra følgende formel:

$$\text{Capital turnover} = \text{sales} / \text{invested capital}$$

$$\text{Aktivernes omsætningshastighed} = \text{Nettoomsætning} / \text{Gns. investeret kapital}$$

Udregning af Capital turnover					
År	2014	2015	2016	2017	2018
Capital turnover					
Nettoomsætning	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Invested capital	9.244,0	10.867,0	12.722,5	14.592,5	16.463,5
Total	1,29	1,54	1,59	1,56	1,39

Tabel 3.8 - Beregning af Capital turnover for Pandora - Kilde: Egen tilvirkning

³⁶ Årsrapport Pandora 2017, side 52

Som det fremgår af ovenstående tabel 3.8 kan det ses, at aktivernes omsætningshastighed er steget fra 2014 - 2016, hvor der fra 2016 - 2018 er sket et fald. Aktivernes omsætningshastighed består af Invested Capital, samt nettoomsætningen. Invested Capital er inddelt i arbejdskapital (WCR), samt anlægsaktiver (net fixed assets).

Arbejdskapitalen (WCR), som fremgår af Managerial Balance Sheet i tabel 3.1, er steget i analyseperioden, hvilket påvirker udviklingen i Invested Capital. Stigningen i arbejdskapitalen skyldes blandt andet en stigning i varekreditorer, øvrige omsætningsaktiver, samt lagre. Udviklingen i varedebitorer har været svingende over analyseperioden.

Anlægsaktiverne er ligeledes steget over analyseperioden, hvilket primært skyldes investeringer. Pandora har i perioden blandt andet investeret i nye konceptbutikker, hvilket indebærer flere finansielle leasingkontrakter og dermed øget leasingudgifter på konceptbutikkerne, som indgår under de materielle anlægsaktiver.³⁷ Pandora har ligeledes foretaget investeringer i nye produktionsanlæg i Thailand.

Der er over analyseperioden sket en stigning fra 2014 - 2016 i både overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Der er fra 2016 - 2018 sket et fald, hvilket påvirker udviklingen i ROIC, som også er faldet over analyseperioden.

3.3.4 FGEAR, finansiell gearing

Den finansielle gearing er et resultat af financial structure ratio samt Financial Cost Ratio, jævnfør nedenstående tabel 3.9. Den finansielle gearing har gennem analyseperioden været stigende fra 1,30 i 2014 til 2,61 i 2018. For at se på udviklingen i den finansielle gearing, er det aktuelt at foretage en analyse af de underliggende nøgletal, da den finansielle gearing er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Financial leverage multiplier} = \text{financial cost ratio} * \text{financial structure ratio}$$

³⁷ Årsrapport Pandora 2017, side 79

Udregning af finansiel gearing						
	2014	2015	2016	2017	2018	
Finansiel gearing						
Financial cost ratio	0,95	0,92	1,03	0,98	1,02	
Financial structure ratio	1,37	1,65	1,97	2,19	2,55	
Fin lev multiplier (Finansiel Gearing)	1,30	1,52	2,03	2,16	2,61	

Tabel 3.9 - Beregning af finansiel gearing for Pandora 2014-2018 - Kilde: Egen tilvirkning

Financial structure ratio udtrykker forholdet mellem Invested Capital, samt egenkapitalen. Udviklingen i financial structure ratio har gennem perioden været stigende fra 1,37 i 2014 til 2,55 i 2018. Udviklingen skyldes en stigning i Invested Capital, da egenkapitalen gennem perioden har været på samme niveau uden de store udsving. Stigningen i Invested Capital skyldes, som tidligere nævnt, stigningen i arbejdskapitalen (WCR), samt en stigning i anlægsaktiverne, hvilket skyldes nye investeringer i blandt andet nyt produktionsanlæg og nye konceptbutikker. Disse investeringer påvirker også den langfristede- og kortfristede gæld under Capital Employed, som stiger i analyseperioden.

Financial Cost Ratio udtrykker forholdet mellem EBT og EBIT. Udviklingen ligger på stort set samme niveau over hele analyseperioden, og der har ikke været de store udsving i nøgletallet. Dette er et udtryk for, at renteomkostningerne ikke har påvirket resultatet før skat betydeligt.

Pandoras finansielle gearing har gennem perioden været stigende, hvilket skyldes forholdet mellem henholdsvis Invested Capital og egenkapitalen, samt forholdet mellem EBT og EBIT. Udviklingen heri har haft en positiv indflydelse på ROIC, som er en konsekvens af den finansielle gearing.

3.3.5 Tax Effect

Det sidste nøgletal, som er med til at påvirke ROE er skatteeffekten, Tax Effect Ratio. Det belyser forholdet mellem EBT og EAT. Tax Effect Ratio bliver beregnet ud fra følgende formel:

$$Tax\ effect\ ratio = EBT/EAT$$

Udregning af Tax Effect ratio					
År	2014	2015	2016	2017	2018
Tax Effect ratio					
EBT	3.872,0	5.345,0	7.650,0	7.667,0	6.582,0
EAT	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0
Total	0,80	0,69	0,79	0,75	0,77

Tabel 3.10 - Beregning af Tax Effect Ratio for Pandora 2014-2018 - Kilde: Egen tilvirkning

Pandora har i hele analyseperioden leveret et positivt resultat, hvilket har medført en skattebetaling i alle årene fra 2014 - 2018.

Pandora er underlagt forskellige skatter, alt efter hvilket land de opererer i, hvorfor der kan forekomme forskellige skattesatser.³⁸

Tax Effect Ratio er på stort set samme niveau i hele analyseperioden, hvilket stemmer overens med, at skatten kan variere år efter år alt efter hvor i verden Pandora har mest aktivitet. Den samlede betalte skat udgør stort set skattesatsen i Danmark, som er 22%. Eksempelvis var Tax Effect Ratio i 2018 på 0,77, hvilket svarer til en skattesats på 23%.

3.4 Konklusion på regnskabsanalysen

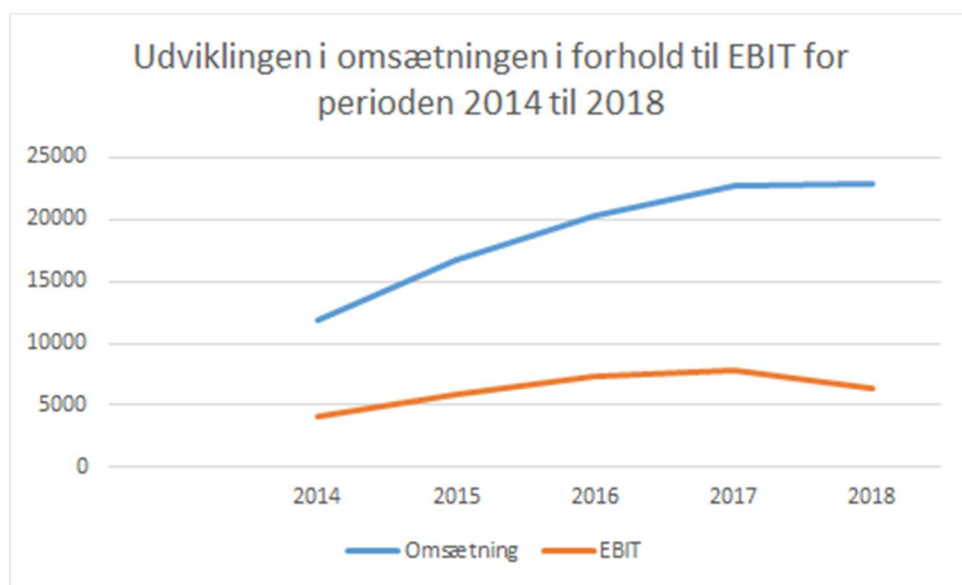
ROE har i analyseperioden været svingende. Fra 2014 - 2016 er der sket en stigning i ROE, hvorefter der fra 2016 - 2018 er sket et fald. ROE har fulgt udviklingen i EAT gennem perioden. Forklaringen på udviklingen i ROE findes i de underliggende nøgletal.

ROIC består af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden følger samme udvikling som ROE, hvilket kan forklares i et fald i EBIT i 2017 og 2018, hvor omsætningen i perioden har været på samme niveau. Aktivernes omsætningshastighed følger samme udvikling, og kan forklares i de stigende investeringer i anlægsaktiverne, som kan henledes til nye investeringer i Thailand, samt opkøb af flere konceptbutikker. Begge nøgletal påvirker udviklingen i ROIC, som påvirker udviklingen i ROE.

³⁸ Årsrapport Pandora 2017, side 72

Det andet nøgletal, som påvirker ROE, er den finansielle gearing. Den finansielle gearing er i analyseperioden steget, hvilket skyldes en stigning i arbejdskapitalen, herunder er stigningen i investeringer en konsekvens heraf.

Generelt er Pandoras økonomi præget af, at omsætningen i 2017 og 2018 har været stagnerende, hvor der samtidig er foretaget både investeringer, men også en stigning i omkostningerne. Dette illustreres af nedenstående figur 3.11, hvor det tydeligt fremgår, at EBIT er faldende og omsætningen er stagnerende.



3.11 - Udviklingen i omsætningen i forhold til EBIT fra 2014 til 2018 - Kilde: Egen tilvirkning

4. Strategisk analyse

Ved en værdiansættelse af Pandora, har regnskaber og budgettering en væsentlig rolle. Regnskabsanalysen vil ikke give en forklaring på udviklingen i nøgletallene, men snarere give et indblik om, hvor årsagen til udviklingen er. Regnskabsanalysen skal derfor suppleres op af en strategisk analyse af Pandora. Med en strategisk analyse, giver det os mulighed for, at foretage en vurdering af den strategi som Pandora har fulgt, med det videre formål, at vurdere om den pågældende strategi har været tilfredsstillende i forhold til de leverede resultater i regnskabsanalysen. Det vil samtidig give os mulighed for, at vurdere de fremtidige økonomiske muligheder for Pandora.

Både den strategiske analyse, samt regnskabsanalysen skal danne grundlag for en budgettering af Pandora. Denne budgettering er vigtig, da den danner rammerne for vores senere værdiansættelse af Pandora.³⁹

Den strategiske analyse indeholder en omverdens analyse, brancheanalyse, produktanalyse, samt en værdikædeanalyse.

4.1 Omverdens analyse

Til udarbejdelse af omverdens analysen vil vi anvende PEST-analysen. PEST-analysen er en omverdens analyse, og vil beskrive de eksterne forhold, som Pandora påvirkes af. De nedenstående faktorer i PEST-analysen, er faktorer som hører inden for den uafhængige omverden, og som Pandora derfor ikke selv kan påvirke direkte. Pandora har dermed ikke direkte mulighed for at påvirke forholdene, men kan imødekomme og tilpasse sig forholdene.

En PESTEL analyse indeholder følgende forhold:

- (P) Politiske forhold
- (E) Økonomiske forhold
- (S) Sociale forhold
- (T) Teknologiske forhold

Der vil i nedenstående afsnit kun blive fokuseret på de faktorer, som vurderes at have den største indflydelse på Pandoras værdiskabende evne.

4.1.1 Politiske forhold

Vi har identificeret, at følgende politiske forhold er med til at påvirke Pandora:

- Politiske situation i Thailand
- Skatteforholdene i Thailand
- Patentrettigheder

³⁹ Sørensen, Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse, side 223

4.1.1.1 Politiske situation i Thailand

Ved Pandoras massive tilstedeværelse i Thailand, er koncernen afhængig af den politiske situation i landet. Thailand er et land med mange konflikter, som er uløste, og den politiske usikkerhed er en risikofaktor for Pandora.

Pandora har tidligere været påvirket af de politiske uroligheder i landet, blandt andet i 2008, da begge lufthavne i Bangkok måtte lukke ned for en periode, samt i 2010 hvor gadekampe gjorde, at der blev udsendt udgangsforbud kun 25 - 30 kilometer fra Pandoras fabrik. I 2017 investerede Pandora yderligere 1,8 mia. kr. i flere fabrikker i Thailand.⁴⁰ Etableringen af den nye fabrik i det nordlige Thailand er med til at reducere risikoen for forstyrrelser i forsyningskæden, da Pandora nu både har en fabrik i det nordlige Thailand, samt en lige øst for Bangkok.

Der er i 2019 planlagt valg i Thailand. Dette betyder ligeledes, at militæret, som sidder på magten i Thailand, samtidig har ophævet forbuddet mod politisk aktivitet i landet, som blev nedlagt i 2014. Det er endnu uklart, hvilken påvirkning det forestående valg og resultatet heraf, vil have af påvirkning på Thailands politiske situation. Der er en risiko forbundet med det forestående valg, at det vil medføre uroligheder i landet, som kan påvirke Pandora

4.1.1.2 Skatteforholdene i Thailand

Pandora har ved at etablere deres produktion i Thailand, fået bevilget en Board of Investment aftale (BOI) for Pandora Production Co. Ltd. (datterselskab til PANDORA A/S). Det betyder, at Pandoras datterselskab, ikke er skattepligtige af mange former for nettoindtægter, hvor andre nettoindtægter kun beskattes med 20%.⁴¹ Denne BOI aftale løber kun til fjerde kvartal 2019.⁴² Et ophør af aftalen, vil medføre negative konsekvenser for Pandora, da dette kan medføre en kraftig stigning i selskabets skatteomkostninger, som vil have negativ indvirkning på driftsresultatet og selskabets finansielle stilling. Det er endnu uklart, hvad der sker med aftalen efter dens udløb i 2019.

4.1.1.3 Patentrettigheder

Pandora er truet af kopiprodukter og efterligninger af deres produkter, hvilket kan være en væsentlig trussel mod deres salg, og dermed væksten i virksomheden. For at sikre sig mod

⁴⁰ Berlingske, Pandora i milliardsatsning i politisk urolige Thailand

⁴¹ Årsrapport Pandora 2014, side 37

⁴² Børsen, Pandora får otte års skattefritagelse i Thailand

kopiprodukter og efterligninger, har Pandora anskaffet sig immaterielle rettigheder, for netop at kunne beskytte deres unikke brand og produkter.⁴³ De immaterielle rettigheder råder blandt andet over deres kollektioner, deres navn, PANDORA, samt deres unikke logo, som indeholder et kronet O.⁴⁴

Pandoras store indtægtskilde er deres Charms,⁴⁵ hvorfor en risiko for at andre konkurrerende virksomheder, vil kunne kopiere deres idé og dermed tilbyde et tilsvarende produkt til Pandoras kunder, er til stede. Det er en risiko, som Pandora skal være opmærksom på. Det er derfor vigtigt, at Pandora fortsat arbejder på, at beskytte sig mod efterligninger og kopivarer.

4.1.2 Økonomiske forhold

Vi har identificeret, at følgende økonomiske forhold er med til at påvirke Pandora:

- Valutakurser
- Råvarepriser
- Økonomisk afhængig af store markeder

4.1.2.1 Valutakurser

Pandoras råvareindkøb foretages oftest i USD. Virksomheden vil være ekstra følsom overfor udsving i valutakursen på USD. Hvis kursen stiger på USD, vil det medføre en merudgift for Pandora. Det modsatte vil medføre en lavere udgift til råvareindkøb. Det er en faktor, som Pandora ikke kan påvirke.

4.1.2.2 Råvarepriser

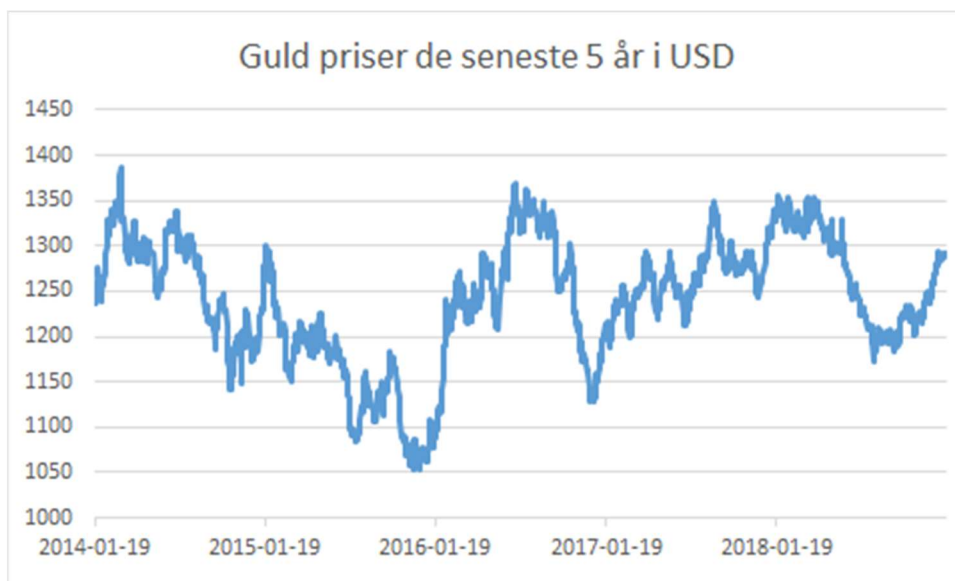
Pandora producerer deres produkter på deres fabrikker i Thailand. Deres råvarer består primært af guld og sølv. Prisen på netop disse to råvarer har betydning for Pandora. En af Pandoras mål er, at tilbyde smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Derfor kan Pandora, grundet eventuelle stigende råvarepriser i guld og sølv, ikke overføre prisstigningen direkte til kunderne. Pandora er dermed afhængig af stabile produktionsomkostninger, og dermed priserne på især

⁴³ Årsrapport Pandora 2017, side 34

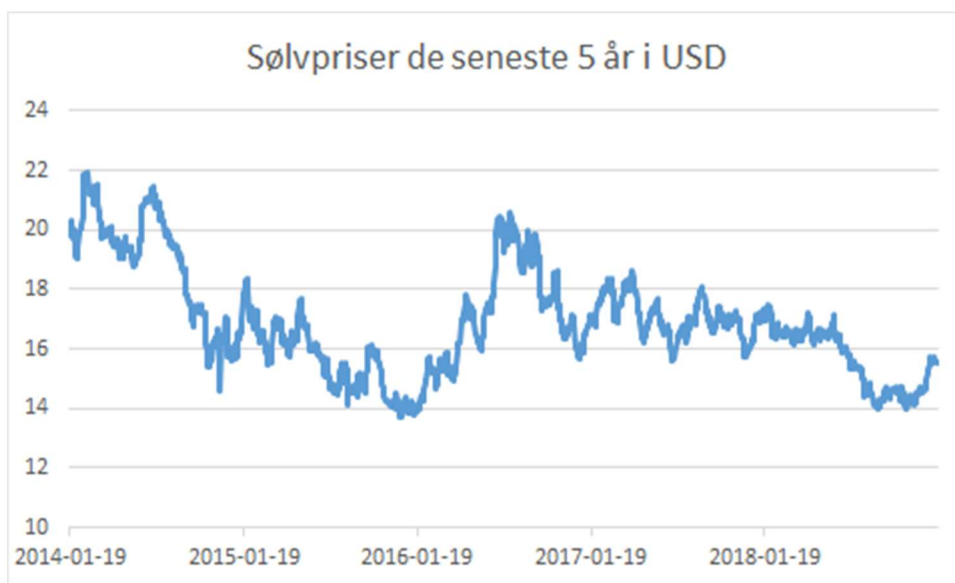
⁴⁴ Årsrapport Pandora 2017, side 34

⁴⁵ Årsrapport Pandora 2017, side 7

guld og sølv. Pandora har for at imødegå denne risiko valgt at koncernen afdækker 70% af det forventede råvare forbrug for de efterfølgende 12 måneder.⁴⁶



Figur 4.1 - Guldpriser de seneste 5 år i USD - Kilde: Egen tilvirkning⁴⁷



Figur 4.2 - Sølvpriser de seneste 5 år i USD - Kilde: Egen tilvirkning⁴⁸

De svingende priser på guld og sølv vil have en påvirkning på Pandora i fremtiden. En faldende kurs på guld og sølv vil medføre en fordel for Pandoras råvarepriser og dermed produktionsomkostninger, da der opnås et større økonomisk overskud. Det modsatte vil være

⁴⁶ Årsrapport Pandora 2017, side 37

⁴⁷ Euroinvestor, Gold historik

⁴⁸ Euroinvestor, Silver historik

tilfældet ved en stigning i produktionsomkostningerne, og dermed en reducere i det økonomiske overskud. Jævnfør ovenstående to figurer ses henholdsvis guld og sølv priserne i USD for de seneste 5 år.

Ovenstående to figurer viser et fald i råvarepriserne på guld og sølv fra 2015 - 2016 og stiger igen herefter. Denne udvikling påvirker EAT, som stiger i 2016 på grund af de lavere realiserede råvarepriser på guld og sølv.

4.1.2.3 Økonomisk afhængig af store markeder

Pandora opererer på syv markeder i verden, som udgør 5% eller derover, af hele koncernens omsætning, og som derfor er afgørende for væksten og indtjeningen i Pandora. De syv største markeder udgør: Australien, Kina, Frankrig, Tyskland, Italien, USA og Storbritannien.

Den økonomiske udvikling i disse lande er derfor af betydning for Pandoras vækst og indtjening. Derfor udgør det en risiko for Pandora, hvis de store markeder oplever nedgang i økonomien. Dette skyldes ligeledes, at smykker ikke er en nødvendighedsvarer, men en luksusvarer, og dermed mere konjunkturfølsom. Ved lavkonjunktur vil forbrugeren oftest skære ned i luksusvarerne, og kun købe nødvendighedsvarerne. Dermed vil Pandoras smykker blive nedprioriteret. Det er en risikofaktor, som Pandora er opmærksom på.⁴⁹

4.1.3 Sociale og kulturelle forhold

Vi har identificeret, at følgende sociale og kulturelle forhold er med til at påvirke Pandora:

- Produktudvikling
- Kulturelle forskelligheder

4.1.3.1 Produktudvikling

Tendenserne inden for mode og smykkedesign ændrer sig hele tiden, og slutforbrugerne efterspørger hele tiden nye og moderigtige ting. Dette sætter krav til Pandora om, at deres produktudvikling skal følge tendenserne i branchen. Hvis de ikke formår dette, så vil det påvirke omsætningen negativt. Dog er Pandora ude med syv nye lanceringer om året,⁵⁰ og dermed kan

⁴⁹ Årsrapport Pandora 2017, side 37

⁵⁰ Årsrapport Pandora 2017, side 21

de på den måde sikre, at de hele tiden fornyer sig med nye produkter, samt det gør det muligt, at følge med tendenserne, som hurtigt kan skifte. Det er fortsat vigtigt, at Pandora har fokus herpå, og de udvikler deres produkter, så de tilpasses efterspørgslen fra forbrugerne.

4.1.3.2 Kulturelle forskelligheder

De kulturelle forskelle er blevet mindre lande imellem grundet den stigende globalisering i verden. Det har gjort det nemmere for Pandora, at være til stede på flere markeder ad gangen, med de samme produkter. Dette gør det samtidig muligt for Pandora at trænge ind på nye markeder, da forskellene ikke vil være så store. Det giver nye muligheder for Pandoras salg og dermed deres vækst.

Opmærksomheden på virksomhedernes bevidsthed i forhold til miljø er steget. Det indbefatter blandt andet arbejdsmiljø, miljøforurening, samt kravene til de leverandører og råvarer, som der benyttes i produktionen. Det er faktorer, som flere og flere er bevidste omkring, og kan påvirke købsmønstret for slutforbrugeren. Derfor er det en vigtig ekstern faktor. Pandora er allerede opmærksomme herpå, og har allerede politikker indført, som tager hensyn hertil. Leverandørerne hos Pandora har indgået en aftale, hvori de underskriver et adfærdskodeks, som omfatter virksomhedsintegritet, menneskerettigheder og miljøforhold,⁵¹ og der bliver løbende holdt kontrol med at leverandørerne overholder deres aftale. Det er fortsat vigtigt, at Pandora holder en vis opmærksomhed rettet på dette emne, som kan påvirke Pandoras omdømme og brand, og dermed deres salg og vækst.

4.1.4 Teknologiske forhold

Vi har identificeret, at følgende teknologiske forhold er med til at påvirke Pandora:

- Teknologi på produktionsanlæggene i Thailand
- E-handel og online markedsføring

4.1.4.1 Teknologi på produktionsanlæggene i Thailand

Pandora benytter sig af teknologi i deres produktionsfase, lige fra starten, hvor smykkerne bliver designet. Det er derfor en vigtig faktor, at Pandora følger med udviklingen og fortsat optimerer deres teknologi på deres anlæg. Således at de fortsat kan opnå en omkostningseffektiv

⁵¹ Årsrapport Pandora 2017, side 30

produktion. Det må formodes, at med de stigende investeringer i produktionsanlæg i Thailand, at Pandora er opdaterede til den nyeste teknologi indenfor smykkeproduktion.

4.1.4.2 E-handel og online markedsføring

Der er opstået nye eksponeringsmuligheder, hvilket gør det muligt for Pandora at markedsføre sig på andre måder end eksempelvis TV-reklamer. De sociale medier, herunder product placement, spiller en stor rolle i nutidens markedsføring. Ved at markedsføre sig gennem de sociale medier, er det muligt at opnå en målgruppe gennem en ellers utraditionel markedsføringsmåde. Et forhold som er med til at påvirke Pandora. Det er vigtigt, at Pandora fortsat fokuserer på de nye tendenser indenfor markedsføring, for netop at være til stede hos deres målgruppe.

Internethandel er ligeledes en faktor, som fylder mere, da flere foretrækker at foretage deres køb via internettet. Denne tendens kan Pandora også se, da salget fra Pandoras eSTOREs er stigende. Fra 2016 - 2017 steg salget med 67% i deres eSTOREs.⁵² Det er vigtigt, at Pandora ser udviklingen i internethandel som en mulighed. Hvis ikke de følger med udviklingen, vil de risikere at blive sat tilbage i forhold deres konkurrenter. Internethandlen medfører nemlig samtidig en del flere konkurrenter for Pandora.

4.1.7 Kritik af PEST

PEST-analysen er i høj grad kun baseret på fortiden. Et modargument kan være, at vi bedst kan forudse hvad der sker i fremtiden, ved at se på, hvad der er sket i fortiden. Modellen giver ikke meget assistance til, hvordan vi håndterer og arbejder med forholdene i modellen.

4.1.8 Konklusion PEST analyse

På baggrund af ovenstående analyse, kan vi konkludere på de væsentligste muligheder og trusler, som Pandora står overfor i forhold til deres omverden. De største trusler for Pandora, er de svingende råvarepriser på især guld og sølv, samt udsving i valutakurserne.

De muligheder, som vi vurderer er til stede for Pandora, er den øgede globalisering i verden, som mindsker de kulturelle forskelligheder. Det gør det nemmere for Pandora, at etablere sig på nye markeder, samt udvide på eksisterende markeder. Udviklingen i internethandel åbner

⁵² Årsrapport Pandora 2017, side 48

ligeledes muligheder op for Pandora, da Pandora på den måde kan opnå en stærkere position end hidtil.

4.2 Brancheanalyse

For at kunne udarbejde en brancheanalyse og analysere konkurrencesituationen i smykkebranchen, som Pandora befinder sig i, har vi valgt at anvende analysemodellen, Porters Five Forces. Analysemodellen anvendes for at kunne fastlægge, hvor stærk en position Pandora har i smykkebranchen set i forhold til deres konkurrenter. Porters Five Forces er en analysemodel som indeholder fire punkter for at kunne analysere sig frem til konkurrencesituationen i branchen, som er det femte punkt. De fire øvrige punkter er som følger; truslen fra potentielle nye indtrængere, leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke og truslen fra substituerende produkter.

4.2.1 Truslen fra potentielle nye indtrængere

Inden for smykkebranchen findes der et stort og bredt udvalg af aktører. Der findes udbydere fra den lille smykkeforretning på hjørnet, til den store internationale udbyder. Pandora har gennem sin tid i branchen opbygget et stort og stærkt brand, som mange kender. Ikke bare i Danmark, men i hele verden. Pandora har derfor en stor kendskabsgrad overfor forbrugeren, i forhold til den lille smykkeudbyder, som for eksempel kun har en eller få forretninger nationalt.

Smykkebranchen er ikke en statisk branche, hvor der kan leveres et produkt, og så leve af indtjeningen herpå. Det er en branche som er i bevægelse. Smykkebranchen er knyttet til modebranchen, som hele tiden fornyer sig. Dermed kræver det fornyelse og nytænkning i forhold til nye smykker, som kan følge moden. Nye produkter fra smykkebranchen kan også være med til at diktere moden.

Når vi skal vurdere truslen fra nye indtrængere, er et vigtigt parameter adgangsbarriererne til branchen. Er det en branche, hvor det er let adgang til at etablere sig, eller er det derimod en branche, hvor der er store adgangskrav? Her er det vigtigt at vurdere på både små og store aktører på markedet, da det vurderes at være stor forskel.

For de mindre aktører vurderes adgangsbarriererne som lave. Det skyldes, at det ikke er omkostningstungt for en mindre aktør at opstarte i smykkebranchen. Der vil for en mindre aktør

være færre omkostninger forbundet med, at opstarte en smykkevirksomhed. Det vil ikke kræve store udgifter for en smykkeimportør, at starte online salg via en hjemmeside og det vil ligeledes være nemt at markedsføre sig online, for eksempel via sociale medier. Der vil derfor ikke være omkostninger, til for eksempel produktionsanlæg, ansatte og husleje med videre. Disse mindre aktører vil have lettere ved at indtage en lille andel af det online marked, men disse små andele vil ikke være en decideret trussel for Pandora i det store billede.

Adgangsbarriererne for større aktører vurderes som høje, idet det vil kræve stor likviditet at indtræde i smykkebranchen og konkurrere med aktører som Pandora. Pandora har egne produktionsanlæg og -maskiner, konceptbutikker og et kæmpe netværk. De har dermed nogle stordriftsfordele, som mindre aktører ikke vil kun konkurrere mod. Som tidligere skrevet vil det kræve stor likviditet for at entrere på markedet og konkurrere med store aktører som Pandora. Først og fremmest skal der investeres tid og penge i produktionsanlæg og leverandøraftaler. Yderligere skal der markedsføres og der skal skabes en kendskabsgrad hos forbrugerne for at kunne være konkurrencedygtig i branchen og overfor de store aktører.

På baggrund af ovenstående vurderes truslen fra potentielle nye indtrængere til at være lav, da det vil være svært for mindre aktører at konkurrere mod store aktører som Pandora. Pandora har store markedsandele og stor kendskabsgrad hos forbrugerne og kan udnytte sine stordriftsfordele. På kort sigt er det svært at indtrænge som potentiel ny i branchen, da det vurderes at kræve stor likviditet, at starte som en stor udbyder som vil konkurrere med aktører som Pandora. Derfor vurderes den samlede trussel fra potentielle ny indtrængere til at være lav.

4.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Pandoras vigtigste leverandør, er deres leverandør af ædelmetaller, som leverer guld og sølv.

Pandora kan ikke opnå nogen form for forhandlingsstyrke i forhold til deres leverandør af ædelmetaller. Det skyldes at prisen på ædelmetaller ikke fastsættes af leverandøren, men af markedsprisen. Det vil sige, at det ikke vil have nogen betydning, hvis Pandora skiftede leverandør, da prisen hos en anden leverandør vil være den samme. Dette gælder selvfølgelig ikke kun for Pandora men også for Pandoras konkurrenter, hvorfor de er lige stillet på dette punkt.

Dermed kan det konkluderes, at hverken leverandørerne eller Pandora står stærkt i forhold til en forhandlingssituation, da begge parter ikke har indflydelse på prisen på ædelmetaller, da prisen er fastlagt af markedsprisen. I tilfælde af prisstigninger på ædelmetallerne, skal Pandora være opmærksomme på sine salgspriser på sine produkter, som indeholder ædelmetaller. Fortjenesten på disse produkter kan dermed variere, hvis der er udsving i priserne på ædelmetaller.

4.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Køberne vil som udgangspunkt altid stå stærkt i forhold til en forhandlingssituation med en udbyder. Det er køberen i sidste ende som beslutter om han/hun vil købe produktet. Og står dermed med magten over for udbyderen. Hvis kunderne har en høj forhandlingsstyrke, vil det alt andet lige gøre det svært at skabe overskud i branchen. Kunderne vil i så fald opnå en stor del af den samlede gevinst, og branchen er dermed ikke attraktiv at være i. Har kunderne derimod en lav forhandlingsstyrke, vil det omvendt være mere interessant at være i branchen.

Pandora henvender sig til et bredt kundesegment, ved at tilbyde deres produkter til gruppen “Affordable Luxury”, som de både omtaler i deres årsrapport og på deres hjemmeside. Pandora er ikke afhængig af enkelte kunder. Skulle der være kunder som ikke ønsker at købe Pandoras produkter til den pris, som de tilbyder produkterne til, så kunne det tyde på at kunden ikke er i Pandoras målgruppe. Pandora havde 2.446 konceptbutikker i 2017.⁵³ Og udvidede med 376 konceptbutikker alene i 2017.⁵⁴ Af de 2.446 konceptbutikker, ejer Pandora selv 974 af dem, mens 969 er franchise og de sidste 503 er tredjeparts ejede butikker.⁵⁵

Pandora forhandler sine produkter til både smykkeforhandlere, men også direkte til den private forbruger. Pandora befinder sig dermed på både B2B (business to business) markedet, men også på B2C (business to consumer) markedet. Det vurderes, at Pandora ikke er afhængig af enkelte kunder, som f.eks. udgør 80% - 90% af omsætningen. Hvorfor Pandora ikke er følsom, såfremt en forbruger skulle beslutte sig for ikke længere at ville købe Pandoras produkter. På B2C markedet vurderer vi, at kunderne har forholdsvis høj forhandlingsstyrke, idet de frit kan efterspørge billigere smykker end Pandora tilbyder. Såfremt de ikke vil betale prisen, som

⁵³ Årsrapport Pandora 2017, side 3

⁵⁴ Årsrapport Pandora 2017, side 6

⁵⁵ Årsrapport Pandora 2017, side 8

Pandora tilbyder deres produkter til, kan de hurtigt og frit vælge et alternativt produkt hos en anden udbyder. Dermed opnår de en høj forhandlingsstyrke i forhold til Pandora.

På B2B markedet er det andre forhandlere som køber Pandoras produkter til videresalg i deres egne forretninger. I disse handler er der oftest tale om større indkøb af produkter, hvor der er mulighed for indgå rabataftaler, som både er til nytte for forhandleren, men også for Pandora, fordi der købes et større parti af deres produkter. I denne situation vurderes disse forhandlere på B2B markedet, at have en lille forhandlingsstyrke i forhold til Pandora.

Samlet set vil vi vurdere kundernes forhandlingsstyrke til at være høj. Det skyldes at Pandora samlet set har 974 konceptbutikker, som de selv ejer, og hvor de sælger deres produkter til private forbrugere, og dermed er størstedelen af Pandoras kunder private på B2C markedet. Forbrugeren har selv mulighed for at vælge, om de vil købe sine smykker hos andre smykkeudbydere, såfremt kunderne ikke er tilfreds med for eksempel pris, kvalitet, service eller design hos Pandora. Alt dette selvom forhandlingsstyrken vurderes lav for kunderne på B2B markedet.

4.2.4 Truslen fra substituerende produkter

Når der er tale om substituerende produkter, er der tale om produkter som har samme funktion som Pandoras smykker. Det vil sige produkter som kan dække samme behov, som ved køb af et Pandora smykke. I første omgang må de substituerende produkter anses, som andre smykker fra andre udbydere, altså Pandoras konkurrenter. Men ud over andre udbydere af smykker må udbydere af anden form for accessories også betegnes som substituerende produkter. Det kunne for eksempel være tørklæder, hatte, tasker, sko, ure, solbriller eller lignende. Dette er alt sammen accessories som dækker samme behov følelse som smykker og som vil kunne erstatte samme behov følelse som smykker giver. Moden vil også kunne diktere om det er mere attraktivt for en periode, at gå med halstørklæder eller ure i stedet for smykker.

Smykker må betragtes som luksusvarer og ikke nødvendighedsvarer som for eksempel tøj og mad. Dermed må forbruget af smykker alt andet lige også følge samfundskonjunkturerne. Smykker må anses som en meget priselastisk vare, da den er meget følsom overfor konjunkturudsving. Der er flere penge til rådighed for forbrugerne i gode tider, når der er højkonjunktur, mens der er færre penge til rådighed når der er lavkonjunktur. Alt andet lige vil

det betyde, at der købes flere smykker når der er højkonjunktur. Substituerende produkter er i dette tilfælde ikke kun smykker, men kunne være andre luksusvarer som der købes når der er ekstra penge til rådighed.

Da Pandora befinder sig i kategorien af luksusvarer, må de overordnet set konkurrere med alle udbydere af fritids- og underholdningsprodukter. De konkurrerer alle sammen om forbrugernes rådighedsbeløb, som oftest bruges på luksusvarer. Det kunne for eksempel være udbydere af rejser, koncerter, biograf med videre.

En decideret trussel for Pandora vil være, hvis interessen og moden for Charms falder, da Charms står for hele 57% af Pandoras samlede omsætning i 2017, i alt 12.920 mio. kr. Hvor den næste produktkategori står for 17% af omsætningen i 2017, som er armbånd. Ringe står for 14% af omsætningen i 2017.⁵⁶

Udover truslen fra de ovennævnte produkter, så er Pandora også truet af kopivarer. Der findes mange kopivarer inden for mode- og smykkebranchen. Det er en trussel som er svær for Pandora at bekæmpe og det er ikke en trussel som de selv kan nedbringe. Dog kan den bekæmpes ved patentrettigheder, som Pandora er opmærksom på. Det vil kræve assistance fra øvrige udbydere i branchen for at bekæmpe kopivarer. Kina er kendt som et kæmpe kopivare marked, hvor kopivarer bliver solgt på hjemmesider som E-Bay og Wish. Her sælges kopivarene til meget lavere priser.

Samlet set vurderer vi at truslen fra substituerende produkter til at være høj. Det skyldes at der er mange udbydere af accessories og substituerende produkter, som alle kæmper om forbrugernes rådighedsbeløb, og som må betegnes som luksusvarer. Ligeledes kan moden have indflydelse som en faktor i forhold til, hvilket produkt der er på mode for en stund, som kan have indflydelse på salget af Pandoras smykker, såfremt det ikke er på mode at gå med smykker. Truslen fra kopivarer er ligeledes høj.

⁵⁶ Årsrapport Pandora 2017, side 66

4.2.5 Konkurrencesituationen i branchen

Konkurrencesituationen beskriver, hvordan og hvor hårdt der konkurreres i en branche. Hvis konkurrencesituationen er hård, vil det alt andet lige være svært for branchens virksomheder at tjene penge.

Smykkebranchen er en branche, hvor der er stor konkurrence på både det nationale og internationale marked. Overordnet set befinder Pandora sig i en god position på markedet. Pandora må anses som værende den største smykkeudbyder på det nationale marked inden for “Affordable Luxury”, hvor der nationalt ikke findes lige så store udbydere. På det nationale marked konkurrerer Pandora med konkurrenter som Dyrberg Kern⁵⁷, Pilgrim⁵⁸, Georg Jensen⁵⁹, Spinning Jewelry⁶⁰ med flere. På det internationale marked konkurrerer Pandora med Tiffany and Co.⁶¹ og Swarovski Group⁶². Men Tiffany and Co.’s segment er ikke “Affordable Luxury”. Derimod må Swarovski Group anses som en direkte konkurrent på det internationale marked, hvor de i 2017 havde en omsætning på 3,5 mia. EUR⁶³, hvorfor Pandora kun må anses som en af markedslederne på det internationale marked inden for segmentet “Affordable Luxury”.

Pandora opererer på mange markeder og har væsentlig omsætning på markeder som UK, Italien, USA og Kina. Pandora har høj omsætning af sine varer i Europa, Asien og Amerika.⁶⁴ Ved at Pandora har høj omsætning over hele verden, mindskes risikoen fra konkurrenterne internationalt. Der er forholdsvis færre store konkurrenter end små konkurrenter. Der vil være mange små konkurrenter i alle lande.

Overordnet vil vi vurdere konkurrencesituationen i smykkebranchen som værende hård. Dette er set i forhold til de mange små udbydere der er på nationalt niveau, som alle er konkurrenter, som Pandora skal forholde sig til. Alle disse mindre udbydere vil forsøge at erobre markedsandele fra de store udbydere, som Pandora. Dette vurderes selvom at Pandora er markedsleder på nationalt niveau, men også som en af dem på internationalt niveau inden for segmentet “Affordable Luxury”.

⁵⁷ Dyrberg Kern, Om os

⁵⁸ Pilgrim, About Pilgrim

⁵⁹ Georg Jensen, Om Georg Jensen

⁶⁰ Spinning Jewelry, Om Spinning Jewelry

⁶¹ Tiffany, Tiffany Story

⁶² Swarovski, Our Company

⁶³ Swarovski, Our Company

⁶⁴ Årsrapport Pandora 2017, side 68

4.2.6 Konklusion på Porters Five Forces

Vi vil konkludere på de ovenstående fem punkter, for at give en samlet konklusion på analysemodellen Porters Five Forces.

Samlet set er truslen fra potentielle nye indtrængere vurderet til lav, da det vil svært for nye indtrængere at komme ind på markedet og erobre markedsandele. Og såfremt nye indtrængere vil konkurrere med store udbydere som Pandora vil det kræve enorm stor likviditet, hvorfor truslen for Pandora vurderes som lav for nye indtrængere.

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes som værende lav, eller nærmere ikke eksisterende. Det skyldes at Pandora selv står for produktion af sin produkter, og den væsentligste leverandør, som leverer ædelsten, som guld og sølv, ikke selv kan forhandle prisen. Det skyldes at ædelmetallernes pris fastsættes af markedsprisen. Derfor er det hverken muligt for leverandøren eller Pandora at forhandle prisen.

Kundernes forhandlingsstyrke vurderes samlet set til at være høj. Det skyldes at Pandora sælger mange af sine produkter gennem sine konceptbutikker, hvor de selv ejer 974 af dem. I sidste ende beslutter den private forbruger selv om de vil købe Pandoras produkter. Dermed er deres forhandlingsstyrke høj. Pandora sælger sine produkter på både B2B og B2C markedet. For B2B kunderne vurderes forhandlingsstyrken som lav, da der her oftest er indgået samarbejdsaftaler og erhvervskunderne har ofte en rabataftale i form af mængderabatter.

Truslen fra substituerende produkter vurderes til at være høj, da smykker betegnes som en luksusvarer, som forbrugerne køber, når de har ekstra penge til rådighed. Der findes mange substituerende produkter på markedet og der er mange udbydere af accessories. Ikke blot i smykkebranchen, men også indenfor andre brancher, hvor luksusvarer må betegnes som substituerende produkter. Dog er de substituerende produkter præget af moden, ligesom smykkebranchen er præget af moden på markedet. Truslen fra kopivarer vurderes også høj.

Konkurrencesituationen i smykkebranchen vurderes samlet set til at være hård. Det skyldes at der er mange udbydere af smykker. Der er flest på nationalt niveau, hvor der er mange små udbydere. Det gælder på nationalt niveau i hele verden. Pandoras produkter bliver solgt i mange lande, hvorfor der er mange små konkurrenter, som forsøger at erobre markedsandele fra Pandora. På nationalt niveau vurderes Pandora til at være markedsleder, og det samme er

gældende på internationalt niveau gældende for segmentet “Affordable Luxury”. Pandora har færre store konkurrenter internationalt.

Overordnet vil vi vurdere konkurrencesituationen i smykkebranchen som værende hård. Dette er set i forhold til de mange små udbydere der er på nationalt niveau, som alle er konkurrenter, som Pandora skal forholde sig til. Alle disse mindre udbydere vil forsøge at erobre markedsandele fra de store udbydere, som Pandora. Dette vurderes selvom at Pandora er markedsleder på nationalt niveau, men også en af dem på internationalt niveau inden for segmentet “Affordable Luxury”. For at kunne opretholde denne position kræver det fortsat stor fokus på branding af sine produkter, da vi vurderer at konkurrencen ikke vil blive mindre i fremtiden.

4.2.7 Kritik af Porters Five Forces

Ved anvendelse af analysemodellen Porters Five Forces, er vi opmærksom på, at det er en statisk analysemodel. Det vil sige, at denne model har meget fokus på historiske data, og tager dermed ikke højde for løbende udvikling i branchen. Yderligere tager modellen heller ikke højde for forskellige lande, kulturer eller evnerne hos virksomhedens medarbejder og ledelse.

Ifølge Michael Porter skal de fem faktorer vægte lige meget, hvilket ikke er tilfældet for alle virksomheder og heller ikke i dette eksempel med Pandora, hvor leverandørernes forhandlingsstyrke ikke vurderes at have indflydelse på analysemodellen. Da forhandlingsstyrken er lav og ens for både leverandøren og Pandora. Yderligere mener han også kunder og leverandører er en slags fjender i modellen. Det er vigtigt for virksomheden, at være stærkere end både kunderne og leverandørerne i forhandlingssituationer. Det ville i stedet være mere fordelagtigt for virksomheden, at se sine kunder og leverandører som samarbejdspartnere i stedet for fjender.

4.3 Produktanalyse

Nedenfor vil vi foretage en produktanalyse af Pandoras produktportefølje. Til denne produktanalyse vil vi anvende PLC-kurven og Boston Matricen, som er to modeller som kan supplere hinanden i forhold til hvor stærkt et produkt er og hvor det er i forhold til dets livscyklus. PLC-kurven skal klarlægge hvor den enkelte produktkategori befinder sig i dets livscyklus, og skal herefter suppleres med Boston Matricen, som skal klarlægge Pandoras

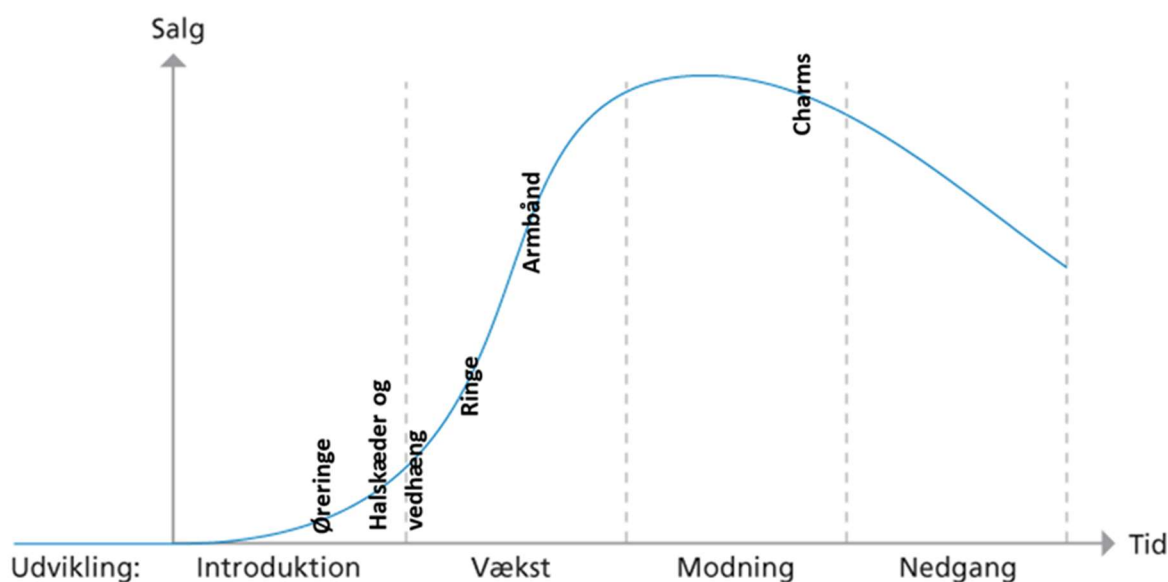
produktportefølje i forhold til markedsandel og markedsvækst. Begge analyser beskriver og analyserer produkternes livscyklus. Til sidst vil vi anvende Ansoffs vækstmatrix til at analysere på Pandoras vækststrategier, ud fra hvor produkterne befinder sig i deres livscyklus. Analyserne vil blive foretaget nedenfor.

4.3.1 PLC-kurven

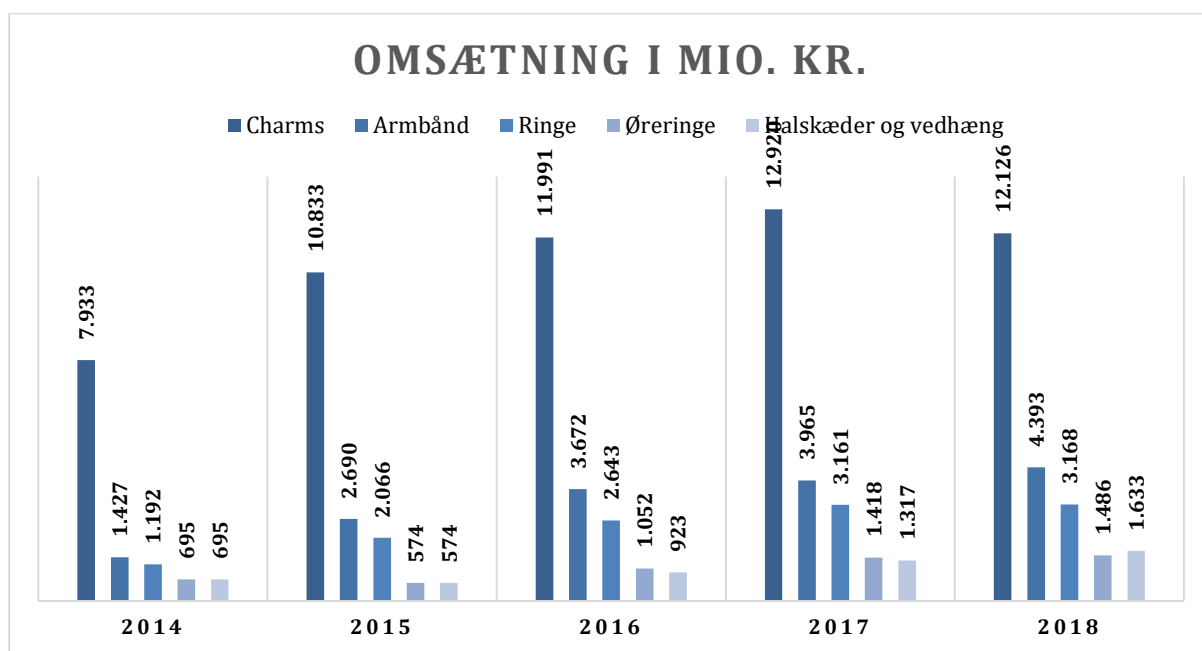
PLC-kurven (Product Life Cycle) vil beskrive produktets livscyklus fra start til slut. Ifølge PLC-kurven gennemgår et produkt fire faser. Introduktion, vækst, modning og til sidst nedgang. Dette er illustreret via nedenstående figur. Vi vil tage udgangspunkt i de fem produktkategorier som Pandora selv omtaler i sin årsrapport for 2018. Dette vil være følgende produkter:

1. Charms
2. Armbånd
3. Ringe
4. Øreringe
5. Halskæder og vedhæng

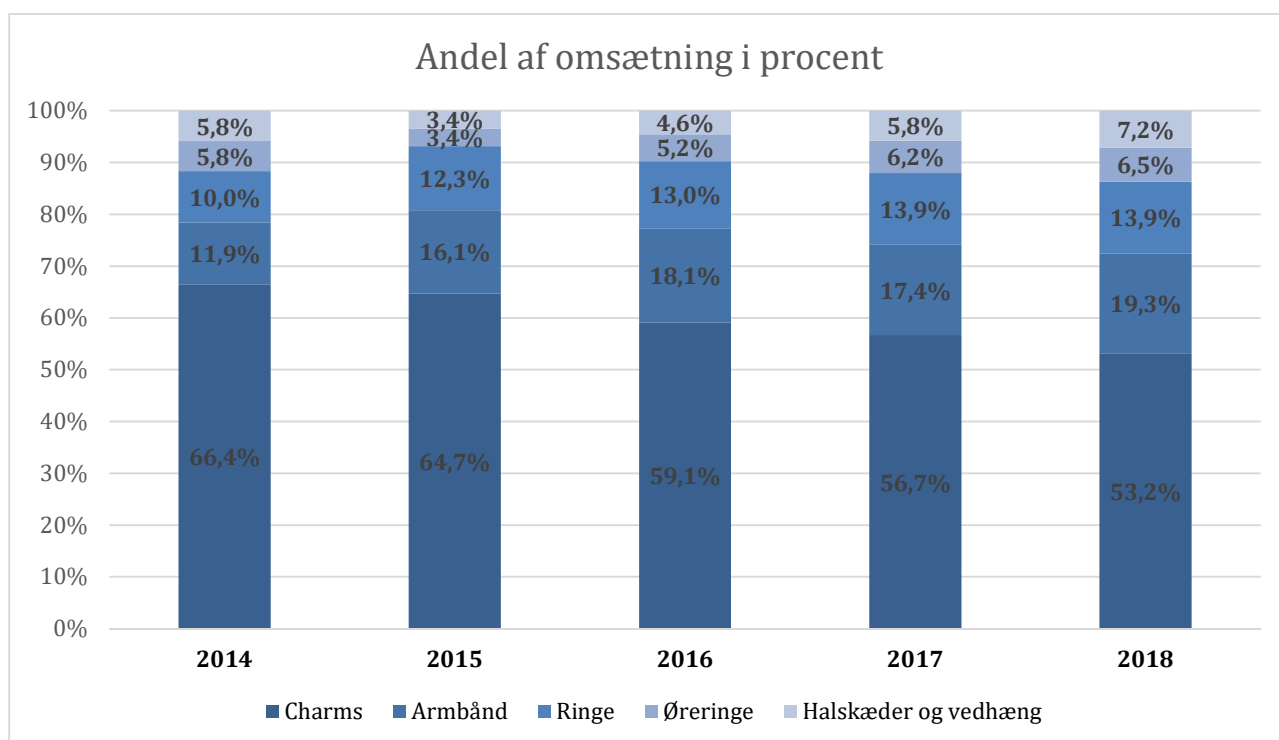
Disse fem produkter vil vi analysere og placere i nedenstående figur.



Figur 4.3 - PLC-kurven (Product Life Cycle) - Kilde: Systime



Figur 4.4 - Omsætning i mio. kr. - Kilde: Årsrapporter 2014 - 2018



Figur 4.5 - Andel af omsætning i procent - Kilde: Årsrapporter 2014 - 2018

Vi har jævnfør de to ovenstående modeller foretaget en visualisering af fordelingen af de forskellige produktkategorier i forhold til den samlede omsætning for Pandora. Fordelingen er indhentet fra Pandoras årsrapporter for perioden 2014 - 2018.

For ovenstående to figurer har det ikke været muligt at finde fordelingen på øreringe og halskæder og vedhæng for 2014 og 2015, hvorfor disse er vurderet til at have lige stor omsætning og dermed lige stor andel af omsætningen. Der vil derfor kun sammenlignes for 2016 - 2018 for disse to produktkategorier.

Charms er Pandoras bedst sælgende produktgruppe med en andel af den samlede omsætning for 2018 på 53,2% jævnfør ovenstående to figurer. Vi konkluderer derfor, at Charms befinder sig i modnings-fasen, og muligvis har toppet, da det fremgår at de øvrige produktkategorier vinder større andele af den samlede omsætning. Hvor Charms i 2014 udgjorde 66,4% af den samlede omsætning. Dog stiger salget af Charms fra 2014 - 2017. Omsætningen af Charms i 2014 udgjorde 7.933 mio. kr. og var i 2017 steget til 12.920 mio. kr. Det er først i 2018, at omsætningen for Charms falder. Der kan derfor argumenteres for, at Charms er på vej mod nedgangs-fasen på grund af den faldende andel af omsætningen og fald i omsætningen i forhold til 2017.

Armbåndene er Pandoras næstbedst sælgende produktgruppe efter Charms. Armbåndene vurderer vi til at være i vækst-fasen. Det skyldes at salget af armbånd er gået frem fra 2014 - 2018 fra 1.427 mio. kr. til 4.393 mio. kr. Ligeledes er andelen af den samlede omsætning også steget i perioden fra 11,9% til 19,3% jævnfør figur 4.5.

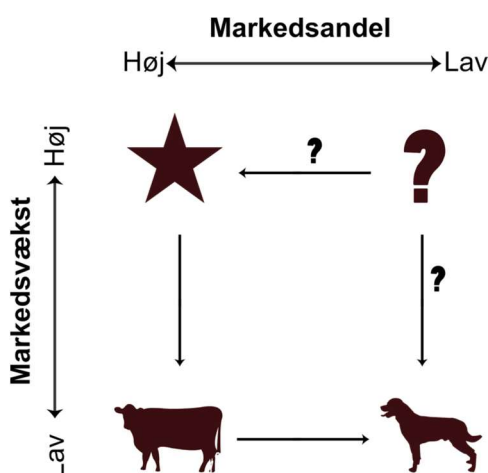
Ringene er Pandoras tredje største produktkategori målt på omsætning. Omsætningen er også forøget siden 2014 - 2018. Fra 1.192 mio. kr. i 2014 til 3.168 mio. kr. i 2018. Ligeledes er andelen af omsætningen gået frem fra 10,0% i 2014 til 13,9% i 2018. Denne produktgruppe vurderer vi til at være i vækst-fasen. Da det er et produkt som vinder større andele af omsætningen og samtidig er omsætningen for produktet stigende.

Øreringene er den fjerde produktkategori som Pandora omtaler i sin årsrapport for 2018. Produktet vurderer vi til at være i introduktions-fasen, da omsætningen er lav i forhold til de øvrige produktkategorier, og ligeledes er andelen af den samlede omsætning også lav. Dog er omsætningen stigende fra 1.052 mio. kr. i 2016 til 1.486 mio. kr. i 2018 og en andel af omsætningen der er gået fra 5,2% i 2016 til 6,5% i 2018, hvilket antyder at produktgruppen er i fremgang og på vej ind i vækst-fasen.

Den sidste produktkategori er halskæder og vedhæng, som er Pandoras sidste produktkategori, som omtales i årsrapporten for 2018. Denne kategori kan sammenlignes med øreringene ovenfor. Denne kategori vurderes også til at være i introduktions-fasen, da omsætningen er lav og andelen af omsætningen ligeledes er lav i forhold til de øvrige produktkategorier. Omsætningen er fra 2016 - 2018 steget fra 923 mio. kr. til 1.633 mio. kr. og har dermed overhalet øreringene, målt på omsætning i 2018. Ligeledes er andelen af omsætningen også gået frem fra 4,6% i 2016 til 7,2% i 2018. Denne produktgruppe vurderes også på ved ind i vækst-fasen.

4.3.2 Boston Matricen

Boston Matricen er en intern analyse, ligesom PLC-kurven ovenfor. Vi vil anvende Boston Matricen til at analysere hvilke produkter som er stærke og hvilke som er mindre stærke. Vi vil placere Pandoras produktgrupper ud fra vurdering af høj eller lav markedsandel og høj eller lav markedsvækst. De fire grupper er følgende: spørgsmålstegn, stjerne, ko, og hund. Disse fire kategorier kan placeres i de fire faser som der er i PLC-kurven.



Figur 4.6 - Boston Matricen - Kilde: The Boston Consulting Group

Spørgsmålstegnet er kendetegnet ved lav markedsandel og høj markedsvækst. Spørgsmålstegnet svarer til introduktions-fasen i PLC-kurven. Produkterne som befinder sig her har mulighed for at udvikle sig til at blive en stjerne, ved at markedsandelen stiger, eller blive til en hund, hvis markedsvæksten falder. Det er her Pandora finder ud af om produkterne bliver til noget eller om de skal kasseres. I denne kategori har Pandora produktkategorierne øreringe, halskæder og vedhæng. Dette er to produkter som for Pandora har en lille

markedsandel, det ses blandt andet via deres andel af Pandoras samlede omsætning, hvor begge produktkategorier er forholdsvis lave. Halskæder og vedhæng vurderes dog til at have lidt større markedsandel end øreringe, og vurderes på vej over mod stjernen, med større markedsandel.

Stjernen svarer til vækst-fasen i PLC-kurven. Det er produkter med høj markedsandel og høj markedsvækst. Produkter som befinder sig i denne kategori udvikler sig ofte senere til koen. I denne kategori befinder produkter som er upcoming produkter og som på sigt har mulighed for at udvikle sig til at blive produkter, som kan skabe overskud for Pandora. I denne kategori har Pandora to produktgrupper. Her er der tale om ringe og armbånd. Ringene vurderer vi til at være en mindre stjerne end armbåndene. Armbåndene har både større markedsandel og markedsvækst end ringene. Armbåndene vurderes at være tæt på at kunne bevæge sig videre til næste kategori og betegnes som en ko.

Koen svarer til modnings-fasen i PLC-kurven. Dette er produkter med høj markedsandel, men med lav markedsvækst. Produkter som bevæger sig ud af denne fase og som taber markedsandel bevæger sig herefter videre til hunden. Produkter som befinder sig i denne kategori er ofte produkter som kan skabe overskud for Pandora. De har høj kendskabsgrad, da markedsandelen er høj. Vi vurderer at Pandora kun har et produkt i denne kategori. Her er der tale om deres kendte Charms. Dette er et produkt som Pandora skaber overskud på, og som ikke kræver ekstra markedsføring, da kendskabsgraden er høj. Charms står for over 50% af Pandoras samlede omsætning. Andelen har dog været nedadgående de seneste 5 år, da de øvrige produktkategorier har vundet større andele af deres samlede omsætning. Derfor vurderer vi Charms til at være en stor ko (cash-cow) for Pandora.

Den sidste kategori er hunden, som svarer til nedgangs-fasen i PLC-kurven. Her er det produkter med lav markedsandel og lav markedsvækst. I denne kategori gælder det om at have så få produkter som muligt, da de oftest ikke tjener virksomheden noget godt. Dog kan der i denne kategori være produkter som skaber værdi for andre produkter eller virksomheden. Vi vurderer ikke at Pandora har produkter i denne kategori, hvilket er positivt.

4.3.3 Ansoffs vækstmatrix

Ansoffs vækstmatrix er en model som kan anvendes til vækststrategier. Nedenstående model vil vi anvende til at fastslå hvilke vækststrategier Pandora kan anvende fremadrettet for at

fastholde deres position på marked, men også hvordan de kan gøre deres eksisterende produkter endnu stærkere på markedet. Her handler det om, hvordan Pandora kan vinde nye markedsandele eller hvordan de kan styrke nuværende markedsandele. Til supplement til Ansoffs vækstmatrix vil vi anvende de 4 P'er. Product, price, place og promotion.

Ansoffs vækstmatrix anvender fire forskellige vækststrategier. Markedspenetrering, produktudvikling, markedsudvikling og diversifikation.

Vi vurderer at der kun er tre af de fire vækststrategier som vil være værdifulde for Pandora. Det handler om markedspenetrering, produktudvikling og markedsudvikling. Vi vil nedenfor beskrive, hvorfor vi kun vurderer de tre af de fire vækststrategier for værdifulde for Pandora.

Med markedspenetrering kan Pandora penetrere deres nuværende markeder med deres nuværende produkter. Dette vil blandt andet kunne gøres ved at foretage en intensiv markedsføring (promotion) af deres nuværende produkter eller ved at foretage en prisændring (price) på deres nuværende produkter. Det kunne være relevant for produktgruppen armbånd, som er et produkt med stigende omsætning.

Pandora kunne også anvende produktudvikling. Her skal Pandora udvikle nye produkter (product), som de introducerer på deres nuværende markeder. Det kunne blandt andet være nye produktgrupper, som de let vil kunne lancere på deres nuværende markeder, da Pandora allerede er kendt og sælger deres produkter i mange forskellige lande. Yderligere kunne Pandora også her have fokus på prisændring (price) på deres produkter for at vinde markedsandele, eller anvende yderligere markedsføring (promotion).

Den tredje og sidste vækststrategi som vi vurderer, at Pandora kan anvende, og som vi også vurderer som den mest relevante for Pandora, er markedsudvikling. Denne vækststrategi skal skabe vækst ved at indtage nye markeder (place) med deres nuværende produkter. Da Pandora allerede har fem produktgrupper som enten har store markedsandele eller vækster i forhold til markedsandel, vurderer vi at denne vækststrategi vil være relevant for Pandora. Pandora er allerede på mange markeder. De vil stadig kunne bruge deres nuværende viden om at indtage nye markeder. På denne måde vil de kunne sikre nye markedsandele og dermed opretholde deres høje omsætning. Her vil de igen kunne foretage prisændringer (price) for at vinde

markedsandele, og samtidig vil yderligere markedsføring (promotion) kunne promovere deres produkter.

Diversifikation vurderer vi ikke relevant for Pandora, da det ikke vil give mening at de producerer nye produkter og samtidig introducerer dem på nye markeder.

Ansoffs vækstmatrix		Produkt	
		Nuværende produkter	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 4.7 - Ansoffs vækstmatrix - Kilde: Igor Ansoff

4.3.4 Kritik af produktanalyse

Nedenfor vil vi forholde os kritisk til de anvendte analysemodeller, som vi har anvendt i vores udarbejde produktanalyse.

Det kritiske ved PLC-kurven er at det er svært at fastlægge et produkts levetid. Det kan være meget forskelligt fra produkt til produkt. Bestemt når vi har med luksusvarer at gøre, hvor også moden spiller ind. Dermed kan det være svært at sige på forhånd, hvor lang en levetid, armbånd for eksempel har, i forhold til Charms. Et produkt vil ligeledes hurtigt kunne bevæge sig fra modnings-fasen til nedgangs-fasen, hvis moden og interessen for et produkt falder markant.

Det kan ligeledes være svært at placere et produkt korrekt i modellen, da der tages udgangspunkt i produktets nuværende status. Vi har anvendt produkternes nuværende omsætning og omsætningsandel til at vurdere, hvor de enkelte produktgrupper befinder sig i dets livscyklus. Det er dermed med usikkerhed, at vi vurderer på hvordan salget vil udvikle sig i fremtiden.

Yderligere er der ikke teorier der præcist beskriver hvornår et produkt for eksempel bevæger sig fra introduktions-fasen til vækst-fasen. Det er op til den enkelte analytiker at vurdere.

Det kritiske ved Boston Matricen er, at der kun er to parametre som spiller ind i forhold til vurderingen, af hvor et produkt befinder sig. Det er markedsandele og markedsvækst. Det betyder at det igen er op til den enkelte analytiker, at vurdere ud fra produktets nuværende situation, hvor det befinder sig i modellen.

4.3.5 Konklusion på produktanalyse

Samlet set kan det konkluderes, at Pandora ikke har mange forskellige produktgrupper og er dermed meget afhængig af, at det går godt for de produktgrupper som de har. Pandoras største produktgruppe og bedst sælgende er deres Charms, som står for over halvdelen af Pandoras samlede omsætning i 2018. Pandora er dermed meget afhængig af netop denne produktgruppe, og vil være meget sårbar, hvis salget af Charms lige pludselig gik drastisk ned eller ophørte.

Pandora har flere upcoming produktgrupper, som alle vinder større andele af den samlede omsætning. Det gælder for alle produktgrupper, som omtales i årsrapporten for 2018. Armbånd, ringe, øreringe, halskæder og vedhæng. Armbånd og ringe er de to produktgrupper som har størst omsætningsandele efter Charms. Selvom at omsætningsandelen for Charms er gået ned for den analyserede periode, er det positivt, da den afleverer andele til de øvrige produktgrupper, og Pandora bliver dermed mindre afhængig af Charms. Dog er andelen stadig meget høj, og det vil være mere fordelagtigt for Pandora, hvis andelen var mere ligeligt fordelt på de forskellige produktgrupper. Pandora ville være mindre sårbar, hvis de tre største produktgrupper havde stort set samme omsætningsandel. På den måde kunne de mindske risikoen for tab, hvis salget faldt på en af produktgrupperne.

Det kan konkluderes, at Pandora har nogle stærke produktgrupper, og analysen viser at Pandora har en sikker fremtid, med dens nuværende produktgrupper, samt sine upcoming produktgrupper. Det skyldes at Pandora har produkter som både befinder sig i koen, samt i stjernen jævnfør Boston Matricen. Samtidig er Pandora i mange lande, og har dermed en stor kendskabsgrad. Pandora har mulighed for at anvende tre forskellige vækststrategier for at fastholde vækst. De kan benytte både markedspenetrering, produktudvikling og markedsudvikling.

4.4 Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen danner grundlag for den interne analyse af Pandora. Vi ønsker med denne analyse, at komme ind på virksomhedens interne værdiskabende aktiviteter, for at kunne identificere forhold, som Pandora er specielt gode til. Pandoras kernekompetencer vil også blive identificeret i analysen, samt hvilke kompetencer der betragtes som støttefunktioner.⁶⁵



Figur 4.8 - Porters Værdikæde - Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, Ole Sørensen

4.4.1 Primære aktiviteter

Pandoras primære aktiviteter består i indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg og til sidst service. Disse aktiviteter vil vi kommentere yderligere nedenfor.

4.4.1.1 Indgående logistik

Den indgående logistik i Pandora bliver håndteret af en særskilt global indkøbsafdeling internt i koncernen. De samarbejder med de nærliggende funktioner i værdikæden. Det tætte samarbejde mellem funktionerne i koncernen er vigtig.

Pandora opererer efter Just-In-Time princippet, hvorfor Pandoras lagerbeholdningen er relativt lav. Opbevaringen af råvarerne sker på lagerfaciliteter på produktionsanlæggene i Thailand. Dog skal råvarelagrene besidde tilstrækkelig med materialer til, at Pandora kan efterkomme en stigende efterspørgsel på deres smykker med relativ kort varsel.

⁶⁵ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 79

4.4.1.2 Produktion

Pandoras produkter bliver fremstillet på deres egne produktionsanlæg i Thailand, hvor Pandora har mere end 20 års erfaring. Produktionen af smykkerne er betinget af efterspørgslen, og fra et produkt bliver bestilt fra butikken til den er leveret, er leveringstiden 6 til 8 uger.⁶⁶ De korte produktionstider er et resultat af “lean” produktionsprincippet, som Pandora anvender på deres produktionsanlæg. Ved åbningen af deres nye produktionsanlæg i starten af 2017 kom produktionsprincippet endnu mere til udtryk, da Pandora her mærkede fordelene ved “lean” produktionsprocessen, nemlig den øgede effektivitet, som medførte kortere produktionstider.⁶⁷ Den omkostningseffektive produktion må anses for værende en værdiskabende aktivitet for Pandora, som bidrager til koncernens indtjening.

Pandora benytter dog også eksterne leverandører til produktion af en lille del af deres produkter. Deres leverandører kommer fra Thailand, Kina og Italien.⁶⁸

4.4.1.3 Udgående logistik

Når en kollektion af smykker er færdigproduceret på produktionsanlæggene i Thailand, leveres de til samtlige af Pandoras butikker verden over. Dette gøres for at sikre, at efterspørgslen på den nye kollektion af smykker kan efterkommes hos alle butikker og forhandlere.⁶⁹ Pandora har fire globale distributionscentre, hvorfra smykkerne bliver leveret videre til butikkerne og forhandlerne rundt om i verden.⁷⁰ Pandora har deres eget distributionsnet, der gør at de på den måde kan sikre, en stærk forsyningskæde. En faktor som skaber værdi for virksomheden.

4.4.1.4 Marketing og salg

Pandora markedsfører sig primært gennem TV-reklamer og sociale medier, samt forsøger, at få en god interaktion med deres kunder gennem deres fysiske butikker, samt hjemmesider. På den måde opnår Pandora en forståelse for deres kunders forventninger til deres produktsortiment, samt deres brand som helhed. Med denne fremgangsmåde kan Pandora have fokus på deres kunders ønsker og forventninger i deres produktudviklingsproces. Pandora fokuserer meget på,

⁶⁶ Pandora, Prospekt

⁶⁷ Årsrapport Pandora 2017, side 6

⁶⁸ Årsrapport Pandora 2017, side 19

⁶⁹ Årsrapport Pandora 2017, side 19

⁷⁰ Årsrapport Pandora 2017, side 37

at imødekomme kundernes ønsker og forventninger. Pandora mener, at det er med til at skabe dem en markant og konkurrencedygtig position i markedet.⁷¹

De sociale medier fylder meget i forhold til marketing, og i 2018 kom 3% af onlinesalget fra kliks foretaget direkte fra de sociale medier.⁷²

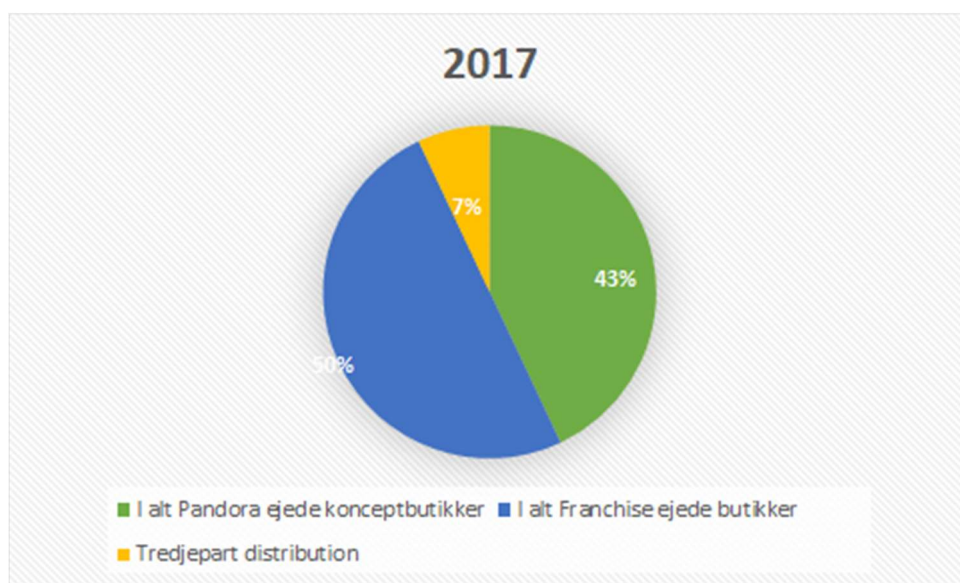
Pandoras smykker er tilgængelige i over 100 lande via deres konceptbutikker, webside og andre, både online og fysiske samarbejdspartnere. Konceptbutikkerne er enten ejet af Pandora eller et samarbejde med franchisetagere. Pandora foretrækker at eje deres konceptbutikker. Ved at eje butikkerne, gør det det nemmere for Pandora, at styre deres værdikæde, da de på den måde, har en fuld integreret detailkæde. Samtidig har Pandora mere selvkontrol i forhold til den måde deres produkter bliver præsenteret i butikkerne, og responsen fra deres kunder på dette. Det kan sikre, at butikkerne hele tiden har de rette produkter på lager, således at det efterkommer deres kunders ønsker.

I 2018 stod de Pandora ejede konceptbutikker for 54% af omsætningen, hvor de franchise ejede butikker stod for 22% af omsætningen.⁷³ Som det fremgår af nedenstående figurer, kan det ses, at de Pandora ejede konceptbutikker står for en større andel af omsætningen i 2018 end i 2017. Dette kan samtidig hænge sammen med, at Pandora har købt flere konceptbutikker, som de nu ejer selv, hvilket også er en af deres målsætninger.

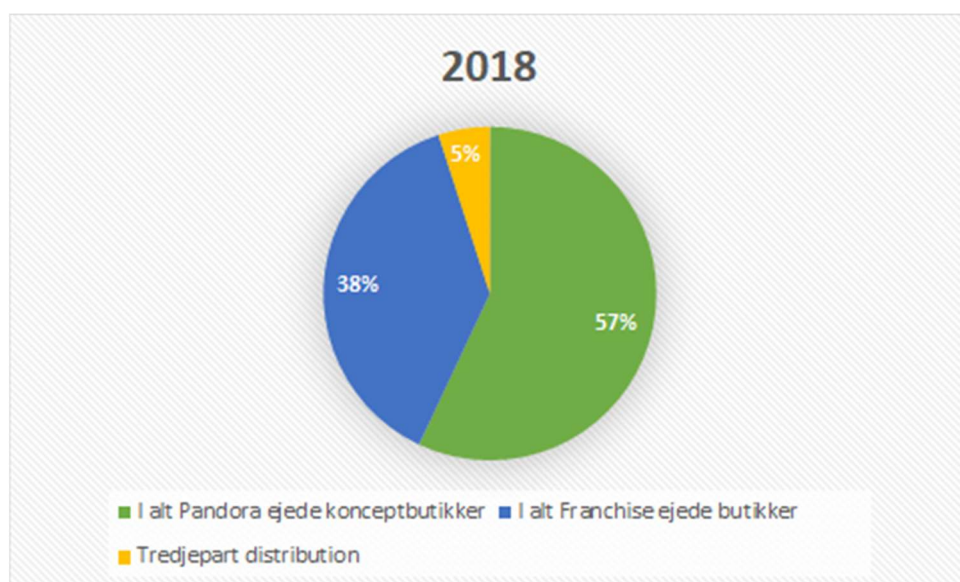
⁷¹ Årsrapport Pandora 2017, side 20

⁷² Årsrapport Pandora 2018, side 26

⁷³ Årsrapport Pandora 2018, side 45



Figur 4.9 - Fordeling af omsætning på distributionskanaler 2017 - Kilde: Årsrapport Pandora 2018, side 45



Figur 4.10 - Fordeling af omsætning på distributionskanaler 2018 - Kilde: Årsrapport Pandora 2018, side 45

Pandoras brand har en stor kendskabsgrad, og 83% har kendskab til deres brand.⁷⁴ Den store kendskabsgrad gør, at Pandora har nemt ved at øge deres kundestrøm og samtidig øge omsætningen, hvilket må anses for værende værdiskabende for virksomheden.

⁷⁴ Årsrapport Pandora 2017, side 4

4.4.1.5 Service

Pandora yder en service i forbindelse med fejl og skader på deres produkter inden for 2 år efter købsdatoen.⁷⁵ En service som de fleste andre produktionsvirksomheder også tilbyder, og anses ikke for værende særlig værdiskabende for virksomheden.

4.4.2 Støtteaktiviteter

Pandoras støtteaktiviteter består i virksomhedens infrastruktur, ledelse af personelle ressourcer, teknologisk udvikling, samt indkøb til værdikæden. Disse aktiviteter vil vi komme yderligere ind på nedenfor.

4.4.2.1 Virksomhedens infrastruktur

Pandora har hovedkontor i København, hvor Pandoras aktiviteter primært bliver styret fra. Her står de for kontakten til markederne rundt om i verden, og hvor de overordnede retningslinjer for eksempelvis markedsføring og salg også bliver kontrolleret. Det gør, at der forekommer en vis form for standardisering af Pandora, da de vigtige og overordnede beslutninger bliver truffet samme sted fra. Standardiseringen sikrer at Pandora fremstår ens lige meget hvor i verden du befinder dig.

4.4.2.2 Ledelse af personelle ressourcer

Pandoras ledelse består af personer, som har mange års erfaring inden for forskellige virksomheder og brancher. Ledelsen består af en direktion og en bestyrelse, her henvises til beskrivelsen om ledelsen i afsnittet 2.5 om Ejerforhold. En viden som er værdifuld for Pandora, da personerne som sidder i ledelsen, kan bidrage med inputs fra forskellige synsvinkler.

Pandora har i sidste halvdel af 2018 foretaget en firing af den administrerende direktør, Anders Colding Friis, grundet manglende økonomiske resultater for 2018, og den nye administrerende direktør, Alexander Lacik, overtager CEO posten i starten af 2019. Overgangsperioden kan muligvis have negativ indflydelse på koncernen, og dermed være en udfordring for Pandora. Hvis den nye ledelsesstil formår at blive udnyttet til fulde med de kompetencer og erfaringer, som den indebærer, vil det have en værdiskabende effekt for Pandora.⁷⁶

⁷⁵ Pandora, Om Pandora

⁷⁶ Euroinvestor, Pandora udnævner ny CEO

4.4.2.3 Teknologisk udvikling

Pandora anvender teknologi allerede i designprocessen af deres nye smykkekollektioner. Det foregår ved, at designteamet sender tegningerne af den nye smykkekollektion fra København i Danmark til Thailand, hvor de bliver tegnet i et 3D-modelleringsystem. Efter godkendelsen af 3D-modellen i systemet bliver smykket udskåret i en plastikmodel, som gennemgår en proces, for at ende ud som en støbeform af den oprindelige tegning, som derefter er klar til at blive fyldt med enten guld eller sølv.

Opfyldningen med guld eller sølv foretages også af maskiner, som sikrer den rette temperatur og mængde. Herefter er det med håndkraft, da smykkerne kontrolleres og slibes af medarbejderne på produktionsfabrikken, hvor smykkerne herefter gennemgår selve samlingen med perler og lignende. Denne proces er med håndkraft, ligesom processen efterfølgende med polering og rengøring, samt den endelige kvalitetskontrol er med håndkraft.

Selvom den teknologiske udvikling følger med i forhold til automatisering i produktionsvirksomheder, så er Pandora udfordret i forhold til deres branche, da det i smykkeindustrien er svært at etablere udelukkende maskinelle produktionsmetoder. Pandora lægger stor vægt på kvaliteten af deres smykker, hvorfor det må anses for værende vigtigt for dem, med de processer der foretages af medarbejderne med håndkraft.

4.4.2.4 Indkøb til værdikæden

Pandora benytter sig af primært guld og sølv til produktion af deres smykker. Indkøbet af sølv kommer fra tre hovedleverandører, hvoraf de to af de tre leverandører leverer cirka 90% af det sølv, som Pandora indkøber i alt. Indkøb af guld foretages på spotmarkeder i Thailand gennem lokale forhandlere. Pandora anvender såkaldte terminskontrakter på deres indkøb af guld og sølv, for at komme et stort udsving på priserne i forkøbet. Dette kan og har dog også tidligere haft negativ indflydelse på Pandoras økonomi, da der kan forekomme tab på indkøbene af sølv og guld, grundet svingende priser på markedet.⁷⁷

Pandoras leverandører af råvarer udgør ikke mange, hvorfor det kan være en risikofaktor for Pandora at være afhængig af få leverandører. Pandora mener dog selv, at de ikke i væsentlig

⁷⁷ Pandora, Prospekt

grad er afhængig af en bestemt leverandør.⁷⁸ Omvendt kan de få leverandører medføre den fordel for Pandora, at der kan opnås fordelagtige priser grundet den store mængde.

4.4.3 Kritik af værdikædeanalysen

Porters Værdikæde viser virksomhedens værditilførsel som den er i dag. Den ser ikke på hvilke områder, som virksomheden ikke har i sin værdikæde. Det kan være områder, som virksomheden skal arbejde med, for at skabe nye værdiskabende aktiviteter. Den giver som sagt, derfor kun et billede af virksomhedens værditilførsel som det ser ud på nuværende tidspunkt.

Yderligere kan Porters Værdikæde kritiseres for kun at være tilpasset større produktionsvirksomheder, og ikke de mindre typer af virksomheder. Denne problematik er dog ikke gældende for vores analyse, da Pandora kan kategoriseres som værende en større produktionsvirksomhed, og derfor ikke nødvendigt med en tilpasning af aktiviteterne i værdikæden.

4.4.4 Konklusion på værdikædeanalysen

Det kan konkluderes, at Pandora skaber værdi for kunden gennem deres værdikæde. Pandora opnår gennem deres værdikæde en række konkurrencemæssige fordele. En af de konkurrencemæssige fordele, er den omkostningseffektive produktion på produktionsanlæggene i Thailand. Det har yderligere medvirket til den fordel, at Pandora har opnået en række skattefritagelser, grundet de store investeringer i produktionsanlæggene i Thailand. Ydermere kan nævnes, at Pandoras evne til at foretage en stram og konkret markedsføring af deres brand, har formået at skabe dem et brand, som i dag har en stor kendskabsgrad. Det stærke brand kan have en konkurrencemæssig fordel for Pandora, dog skal det nævnes, at Pandora ikke udelukkende på deres stærke brand, kan skabe de fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder i koncernen.

Pandora har en vertikal integreret forretningsmodel, hvor de forsyner deres forhandlere med produkter samtidig med, at de skal styre udsvingene i efterspørgslen, og sikre rettidig levering, sørge for en tilpas lagerbeholdning, en fleksibel produktion og kunne håndtere den udvikling

⁷⁸ Pandora, Prospekt

og forhåbentlige vækst af nye smykker. På den måde kan Pandora holde omkostningerne nede i forsyningskæden.

4.5 SWOT-analyse

Som en opfølgning på de strategiske analyser samt regnskabsanalysen, er der udarbejdet en SWOT-analyse. SWOT-analysen opsamler og danner et overblik over Pandoras interne og eksterne situation, herunder hvilke stærke og svage sider virksomheden besidder, samt hvilke muligheder og trusler, som virksomheden står overfor.

Som det fremgår af figuren nedenfor kan det konkluderes, at Pandoras styrker (S), svagheder (W), muligheder (O) og trusler (T) er som følger:

S (Strengths)	W (Weaknesses)
- Omkostningseffektiv produktion i Thailand - Økonomisk overskud - Charms	- Negativ vækst for 2019 - Charms - Stagnerende omsætning
O (Opportunities)	T (Threats)
- Nye markeder - eSTOREs - Øget globalisering	- Svingende råvarepriser - Substituerende produkter - Lavkonjunktur på de store markeder

Figur 4.11 - SWOT - Kilde: Egen tilvirkning

Vi har valgt tre punkter under hver overskrift. Der kan dog sagtens være flere styrker, svagheder, muligheder og trusler end vi har nævnt. Men på grund af rapportens størrelse, har vi begrænset os til fire gange tre punkter, som vi vil uddybe yderligere nedenfor.

4.5.1 Styrker (S)

4.5.1.1 Omkostningseffektiv produktion i Thailand

Det er en styrke for Pandora, at de selv står for produktionen af deres smykker. De ejer store produktionsanlæg i Thailand, hvor mere end 13.200 medarbejdere er ansat. På den måde kan

de reducere omkostningerne, da lønningsniveauet i Thailand er lavt, og dermed have større fortjeneste på deres produkter. På denne måde er det lettere for Pandora at styre produktionsomkostningerne.

4.5.1.2 Økonomisk overskud

Pandora er en virksomhed som har vækstet voldsomt over de sidste mange år. Hvilket har været medvirkende til at Pandora i dag er en meget solid og velkonsolideret virksomhed og står stærkt i forhold til, hvis indtjeningen skulle falde. Væksten ses blandt andet via vores udarbejdede regnskabsanalysen tidligere i rapporten. Hvor vækstraterne har været to cifrede. Det gælder både for afkastningsgraden og for overskudsgraden. Det samme er gældende for omsætningen, som også har vokset markant i den analyserede periode fra 2014 - 2018. Denne er i perioden steget fra 11.942 mio. kr. til 22.806 mio. kr. Dog skal det nævnes at omsætningen fra 2017 - 2018 kun er vokset med 0,1%.

4.5.1.3 Charms

Charms er Pandoras stærkeste produktgruppe og er også den produktgruppe som bidrager mest til Pandoras omsætning. Bidraget for 2018 udgjorde 53,2%, hvilket er en meget stor andel. Pandora er kendt over hele verden for deres Charms, som også var produktgruppen som Pandora slog igennem med, da Pandora startede sin forretning. Nævnes Pandora, tænkes der automatisk på Charms. Charms her dermed sikret Pandora en stor kendskabsgrad. Det er en stor styrke, at Pandora har så stærkt et produkt, som sælger godt over hele verden.

4.5.2 Svagheder (W)

4.5.2.1 Negativ vækst for 2019

Pandora har selv meldt ud, at forventningerne til 2019, bliver negative. Der forventes en negativ omsætningstilvækst på mellem -3% til -7%. Det skyldes at Pandora har iværksat en spareplan som de kalder "Programme Now". Denne spareplan vil vare over 2 år og skal på sigt sikre at Pandora kan opretholde en stabil vækst i fremtiden. Det er en svaghed, at Pandora har meldt negative forventninger ud i forhold til deres fremtidige vækst. Det kan blandt andet medføre, at der er færre der vil investere i Pandora aktier.

4.5.2.2 Charms

Charms er tidligere omtalt som en af Pandoras styrker, men produktgruppen Charms kan også

betegnes som en svaghed for Pandora. Det skyldes at Charms udgør så stor en del af Pandoras samlede omsætning. Det vil sige at Pandora er meget afhængig af, at Charms sælger godt over hele verden. Skulle salget for Charms ændre sig negativt, vil det have stor indflydelse for Pandora, da Charms står for over halvdelen af omsætningen.

4.5.2.3 Stagnerende omsætning

Det er en svaghed og negativt, at Pandoras omsætning fra 2017 - 2018 er stagnerende. Omsætningen for 2017 udgjorde 22.781 mio. kr., mens den for 2018 udgjorde 22.806 mio. kr., hvilket kun er en stigning på 0,1%, mens den for de forrige år har været væsentlig højere.

4.5.3 Muligheder (O)

4.5.3.1 Nye markeder

Pandora er allerede på mange markeder i hele verden. Dog har Pandora stadig mulighed for at udvide deres markeder yderligere. Omsætningen for Asien udgør kun cirka 10% af den samlede omsætning for Pandora, hvorfor det kunne være en mulighed for Pandora at indtage yderligere markeder i Asien, da Asien er kendt for at være et kæmpe vækstmarked.

4.5.3.2 eSTOREs

Salget via eSTOREs er stigende for Pandora. Salget steg blandt andet 67% fra 2016 - 2017. E-handlen vinder mere frem og har gjort det de sidste år, hvorfor e-handel er en mulighed for Pandora. De har mulighed for at udnytte den stigende e-handel, til at forøge deres indtjening. Følges der ikke med på dette område, kan Pandora hurtigt blive overhalet af sine konkurrenter. Via eSTOREs har Pandora mulighed for hurtigt og nemt at nå ud til sine forbrugere.

4.5.3.3 Øget globalisering

Globaliseringen i verden er stigende og får større og større indflydelse. Dette er en mulighed som Pandora kan udnytte. Pandora er allerede etableret i mange lande, men en øget globalisering vil gøre det endnu lettere for Pandora at agere på forskellige markeder. Globaliseringen har over de sidste mange år medført, at der er færre handelsbarrierer i verden, og dermed vil det alt andet lige være lettere for Pandora at drive handelsvirksomhed fremadrettet på forskellige markeder og i forskellige lande.

4.5.4 Trusler (T)

4.5.4.1 Svingende råvarepriser

Pandoras råvarer består primært af guld og sølv, hvorfor prisen på netop disse to råvarer har betydning for Pandora. Det vil derfor være en trussel, hvis råvarepriserne steg. Dette er ikke noget som Pandora selv kan have indflydelse på, hvorfor det er en trussel som er svær at gardere sig imod. Det er Pandoras mål at tilbyde smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Pandora kan derfor ikke overføre eventuelle prisstigninger til deres kunder. Pandora er dermed afhængig af nogenlunde stabile råvarepriser på især guld og sølv.

4.5.4.2 Substituerende produkter

Pandoras produkter er kategoriseret som luksusvarer, og da der findes mange smykkeproducenter og -udbydere på verdensplan, er dette en stor trussel for Pandora. Smykkebranchen er også præget af moden, som også spiller ind i forhold til substituerende produkter. Der er mange som kæmper om de samme kunder. Pandora skal derfor være opmærksom på truslen fra substituerende produkter. Ikke bare truslen fra andre smykkeudbydere, men også udbydere af andet accessories, som hatte, tasker eller sko. Men da luksusvarer må betegnes som varer som sælger ekstra godt i perioder, hvor der er højkonjunktur, så må fritids- og underholdningsprodukter også betegnes som substituerende produkter.

4.5.4.3 Lavkonjunktur på de store markeder

Som beskrevet ovenfor kan konjunkturerne have indflydelse på salget af smykker, da Pandoras smykker betegnes som luksusvarer og ikke nødvendighedsvarer. Det vil derfor være en trussel for Pandora hvis flere af de store markeder rammes af lavkonjunktur. F.eks. Amerika, Europa eller Mellemøsten, som er vigtige områder for Pandora, da de står for en stor del af Pandoras samlede omsætning. Dette er også en trussel som er svær for Pandora selv, at have direkte indflydelse på.

4.5.5 Konklusion på SWOT-analysen

Samlet set har Pandora punkter i alle fire kategorier. De har styrker, som har haft indflydelse på, hvordan Pandora er i dag. Det skyldes økonomisk overskud over en lang årrække. De har en omkostningseffektiv produktion i Thailand, som sikrer lave produktionsomkostninger. De har en stærk produktgruppe i form af Charms. Det er dog også en svaghed, at være så afhængig

af netop et produkt. Der forventes negativ vækst for 2019, da der er iværksat en spareplan "Programme Now". Omsætningen er stagnerende fra 2017 - 2018.

I omverdenen har Pandora mulighed for at udnytte nye markeder, som de ikke allerede befinder sig på. Yderligere har de også mulighed for at udnytte salget via eSTOREs, som allerede stiger, men som må forventes at stige yderligere, da det er en nem og hurtig måde at nå sine kunder. Ligeledes giver den øgede globalisering mulighed for færre handelsbarrierer, som alt andet lige må gøre det lettere at drive virksomhed.

Truslen kommer via svingende råvarepriser, som er svær for Pandora selv at have direkte indflydelse på. Truslen fra substituerende produkter vurderes som høj, da der mange substituerende produkter på markedet. Samtidig er Pandora truet, hvis der måtte komme lavkonjunktur på deres store markeder.

4.6 TOWS-analyse

TOWS-analysens formål er at opsamle SWOT-analysens punkter. Her vil vi sammenholde vores interne og eksterne forhold med hinanden. Vi vil kombinere styrker med muligheder, og undersøge om der er muligheder, som kan kompensere for nogle af svaghederne.

		Interne forhold	
		Styrker (S)	Svagheder (W)
Eksterne forhold	Muligheder (O)	- Charms -> nye markeder - Økonomisk overskud -> eSTOREs	- Nye markeder -> Charms - eSTOREs -> stagnerende omsætning
	Trusler (T)	- Omkostningseffektiv produktion i Thailand -> svingende råvarepriser - Charms -> lavkonjunktur på de store markeder	

Figur 4.12 - TOWS - Kilde: Egen tilvirkning

Vi har valgt at kombinere forskellige punkter fra vores udarbejdede SWOT-analyse. Dette ses i ovenstående TOWS-analyse. Dette er gjort for at belyse, om Pandora har mulighed for at kombinere deres interne og eksterne forhold, for at stå endnu stærkere rustet til fremtiden. Beskrivelse af de forskellige kombinationer vil vi foretage nedenfor.

4.6.1 Styrker og muligheder

S-O: Hvordan forfølger vi denne mulighed, som passer til vores styrker?

Vi har vurderet at Pandora kan kombinere deres styrke i form af deres Charms og deres mulighed som består i nye markeder. Pandora har en meget stærk produktgruppe i form af deres Charms. Denne styrke kan de udnytte ved at introducere Charms på nye markeder.

Ligeledes kan Pandora kombinere deres styrke i form af økonomisk overskud til at investere flere penge i deres eSTOREs. Det økonomiske overskud har over tid gjort Pandora til en solid virksomhed. Pandora har derfor mange midler, således de vil have mulighed for at oprette flere eSTOREs. Salget via eSTOREs er vækstet de sidste år. Der ligger muligvis mange penge at hente ved at introducere flere eSTOREs.

4.6.2 Svagheder og muligheder

W-O: Kan vi overkomme vores svagheder ved at udnytte mulighederne?

For at komme sine svagheder til livs, kan Pandora kombinere sine svagheder med nogle af sine muligheder. Det kunne for eksempel være at kombinere sin mulighed i form af nye markeder, for at styrke sin svaghed, Charms. Charms er Pandoras største og bedst sælgende produktgruppe. Pandora er derfor meget afhængig af netop denne produktgruppe. Dette produkt kan derfor introduceres på flere nye markeder, for at opretholde et højt salg.

Pandoras omsætning har været stagnerende fra 2017 - 2018, hvilket er negativt, da Pandora tidligere har haft høj omsætningstilvækst. Denne svaghed kan kombineres med muligheden, eSTOREs. Salget via eSTOREs har været meget opadgående de sidste år. Dermed har Pandora mulighed for at fokusere på salg via eSTOREs, for at få omsætningen til at vækste igen, og dermed minimere sin svaghed.

4.6.3 Styrker og trusler

S-T: Hvordan bruger vi vores styrker til at modarbejde truslerne?

Pandora har også trusler, og vi vil her kombinere deres styrker for at minimere deres trusler. Pandora har en omkostningseffektiv produktion i Thailand. Dermed kan Pandora fastholde deres lave produktionsomkostninger. Dermed er de mindre sårbare overfor eventuelle prisstigninger på deres råvarer.

Truslen fra eventuel lavkonjunktur på de store markeder kan Pandora minimere. Truslen kan minimeres igennem deres produktgruppe, Charms. Denne produktgruppe er Pandoras største. Ved lav konjunktur på et marked, vil blot betyde nedgang på det pågældende marked, men ikke nedgang på øvrige markeder. Dermed vil der stadig være salg af Charms på markeder, hvor der ikke er lavkonjunktur, og dermed kan Pandora minimere truslen.

4.6.4 Svagheder og trusler

W-T: Hvordan sikrer vi os, at vores svagheder ikke gør os yderligere følsomme over for vores trusler?

Denne kombination af svagheder og trusler er en dårlig kombination. Virksomheder ønsker at have så få trusler og svagheder som muligt. Det vil ikke give mening at kombinere svagheder med trusler. Vi har ikke vurderet, at der var svagheder eller trusler, som skal kombineres. Vi har derfor udeladt denne kombination.

4.6.5 Konklusion på TOWS-analysen

Samlet set har Pandora styrker og muligheder som kan udnyttes. Det gælder for både Charms og økonomisk overskud, som kan kombinere med mulighederne i form af nye markeder og eSTOREs. Ligeledes er der muligheder, som kan minimere svaghederne, og yderligere er der styrker som kan minimere truslerne. Pandora har ikke svagheder og trusler, som skal kombineres.

5. Budgettering

5.1 Værdiansættelsesmetoder

Vi vil udarbejde en værdiansættelse af Pandora. Vi skal hertil foretage et valg af den ønskede værdiansættelsesmetode til fastlæggelse af Pandoras værdi. Vi har valgt, at anvende DCF-modellen til værdiansættelsen. Vi har valgt DCF-modellen grundet dens kompleksitet. Modellen er baseret på cash flow, og giver dermed en retvisende værdi for en virksomhed. Det er den mest udbredte metode til værdiansættelse af unoterede virksomheder. Modellen tager alene højde for forventningerne til værdiskabelsen ud fra driftsaktiviteten, og anser ikke finansieringsaktiviteten for at have en værdiskabende effekt. Da Pandoras værdiskabelse stammer fra driften, vil en værdiansættelse efter DCF-modellen vurderes at være mest hensigtsmæssig.

Sammen med det store kendskab vi besidder om Pandora efter ovenstående regnskabs- og strategiske analyse, vil vi foretage en værdiansættelse ved anvendelse af DCF-modellen, da den forudsætter et indgående kendskab til virksomheden.⁷⁹

I nedenstående afsnit forekommer en beskrivelse af DCF-modellens opbygning, samt fordele og ulemper ved modellen, som også har dannet grundlag for vores valg af DCF-modellen til vores værdiansættelse.

5.1.1 DCF-modellen

DCF-modellen, den diskonterede cash flow-model, er opbygget omkring de fremtidige frie pengestrømme i virksomheden, set i forhold til virksomhedens kapitalomkostninger (WACC). Modellen er baseret på teorien: “the time value of money”⁸⁰, med andre ord; det som er værdiskabende for virksomheden, er evnen til at skabe fremtidige cash flow.

De fremtidige frie pengestrømme findes ved, at estimere budgetter, som viser de frie pengestrømme. Her er det vigtigt at nævne, at det skal være en going-concern virksomhed, da

⁷⁹ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 36

⁸⁰ Hawawini, Finance for Executives, side 318

det ellers ikke vil give mening, at skulle budgettere fremtidige pengestrømme.⁸¹ Dette er ikke et problem i forhold til Pandora.

DCF-modellen kan illustreres ud fra følgende formel med en 5-årig budgetperiode, og en terminalværdi TV_5 :

$$EV = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_5+TV_5}{(1+WACC)^5} \quad 82$$

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g} \quad 83$$

WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

FCF = Det frie cash flow

g = konstant vækstrate

Som det fremgår af ovenstående formel for udregning af virksomhedens Enterprise Value (EV), ved anvendelse af DCF-modellen, så kan budgettet inddeles i to perioder; budgetperiode og terminalperiode, herunder terminalværdien.

Der skal forinden fastlægges en begrænset budgetperiode, som strækker sig frem til det tidspunkt, hvor vi ikke kan udarbejde en bedre forecast end at forudsætte, at alle posterne i budgettet følger en konstant vækstrate, g. Budgetperioden løber indtil tidspunkt T . På tidspunkt $T+1$ begynder terminalperioden. Terminalperioden er perioden efter budgetperioden, og omfatter skønnet over virksomhedens værdiskabelse. Terminalperioden er en teoretisk konstruktion, og består af en uendelig serie af fremtidige forecast ved en konstant vækstrate, g.⁸⁴ Valg af budgetperiode bliver begrundet i et senere afsnit.

Følgende fremgangsmåde anvendes ved værdiansættelsen ud fra DCF-modellen:

1. Estimer budgetperioden og udarbejd forecast hertil
2. Det frie cash flow (FCF) bestemmes for hvert år i budgetperioden

⁸¹ Hawawini, Finance for Executives, side 495

⁸² Hawawini, Finance for Executives, side 495

⁸³ Hawawini, Finance for Executives, side 495

⁸⁴ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 34

3. Beregning af WACC
4. Terminalværdien beregnes
5. Virksomhedens værdi beregnes jævnfør ovennævnte formel

En uddybende beskrivelse af de enkelte punkter forløber i senere afsnit om værdiansættelsen.

5.1.1.1 Fordele ved DCF-modellen

Fordelene ved anvendelse af DCF-modellen, er at modellen baseres på forventningerne til den fremtidige værdiskabelse, som kommer fra driftsaktiviteterne i virksomheden. Det stemmer overens til Pandora, da deres primære værdiskabelse, netop stammer fra driften. Derved vil modellen være en fordelagtig model til at foretage værdiansættelsen med.

Virksomhedens udbyttepolitik samt kapitalstruktur, er faktorer som ikke har nogen indflydelse på modellen, hvilket gør det nemmere for os, som eksterne analytikere, at anvende DCF-modellen.

5.1.1.2 Ulemper ved DCF-modellen

En af ulemperne ved at anvende DCF-modellen er, at det kræver stor kendskab til virksomheden, samt de brancheforhold som påvirker virksomheden. Uden den viden, vil det ikke være muligt, at foretage en værdiansættelse ud fra DCF-modellen, som kan blive retvisende og præcis nok. Det stiller store krav til os, som eksterne analytikere. Samtidig stiller det store krav til den information, der er tilgængelig, og som virksomheden offentliggør. Ved udarbejdelsen af værdiansættelsen er det i stor grad de eksterne årsrapporter, som vi anvender, og selvom Pandora gør meget ud af informationsniveauet i rapporterne, så vil det aldrig give os den fulde indsigt i virksomheden. Derfor vil det ikke være muligt for os, at beregne en 100% korrekt værdiansættelse af Pandora.

Yderligere kan vi diskutere om den beregnede værdi via DCF-modellen kan sammenlignes direkte med aktiekursen på aktiemarkedet. Aktiekursen på aktiemarkedet er meget følsom og dannes blandt andet på baggrund af udbud og efterspørgsel, økonomisk vækst, branchetendenser, samt en masse eksterne forhold. For den beregnede værdi via DCF-modellen er det de fremtidige pengestrømme som har indflydelse på værdien.

Der er samtidig nogle faktorer, som er usikre, og som indgår i beregningen i værdiansættelsen. I budgetteringen og beregningen af WACC foretages der nogle forudsætninger, hvilke aldrig vil kunne stemme fuldstændig overens med virkeligheden, hvorfor der altid vil være usikkerhed forbundet hertil.

5.2 Finansielle værdidrivere

Vi har i rapporten foretaget en regnskabsanalyse af Pandora, som har illustreret, hvordan Pandora er til, at generere et afkast til deres aktionærer. Samtidig har vi i de strategiske analyser taget stilling til, hvilke interne og eksterne ændringer Pandora står overfor i fremtiden. Disse analyserede forhold, ønsker vi nu at inddrage i forhold til vores estimering af det fremtidige budget for Pandora. Det skal bruges til at beregne det fremtidige cash flow.

Følgende finansielle værdidrivere udvikling vurderes at have afgørende betydning for værdiansættelsen af Pandora:

- Vækstraten for salg
- Aktivernes omsætningshastighed
- Overskudsgraden/EBIT%
- Effektiv skatteprocent⁸⁵

5.3 Budgettering

Som en sammenfatning af de ovenstående analyser, vil vi udarbejde et budget for Pandora, som er nødvendigt for at kunne estimere den fremtidige værdiskabelse til brug for værdiansættelsen.

Som det fremgik af strukturen i DCF-modellen jævnfør afsnit 5.1.1, vil vi som det første fastlægge budgetperioden. Herefter vil vi foretage en vurdering af den fremtidige udvikling for Pandoras finansielle værdidrivere. Derefter bestemmes det frie cash flow, WACC, samt terminalværdien for til sidst at kunne foretage værdiansættelsen.

⁸⁵ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 322

5.3.1 Budgetperiode

Budgetperioden starter med indeværende regnskabsår, og løber frem til det år, hvor væksten i salget er faldet til en konstant og langsigtet vækstrate, *g*. Nøgletallene overskudsgraden, aktivernes omsætningshastighed, samt FGEAR må samtidig forblive konstante, før at vi kan påbegynde terminalperioden. Det vil sige, hvor langt ud i fremtiden vi med rimelighed kan forudsige variationer i de underliggende variable, før de når punktet steady-state.⁸⁶

Pandoras konkurrencemæssige fordele giver dem mulighed for overnormale overskud, og så længe de konkurrencemæssige fordele er til stede, vil det give mening at udarbejde forecast på udviklingen i de finansielle værdidrivere. Pandoras konkurrencemæssige fordele vil på et tidspunkt ophøre, og på dette tidspunkt vil de finansielle værdidrivere følge væksten i samfundet. For at kunne identificere længden af de konkurrencemæssige fordele Pandora besidder, tager vi udgangspunkt i vækstpotentialet for branchen, samt Pandoras nuværende konkurrencemæssige fordele. Figuren nedenfor illustrerer nogle overvejelser i forhold til valg af budgetperioden, som vi har foretaget vores estimering af budgetperioden efter.

		Vækstudsigter for branchen		
Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på langt sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 5.2 - Overvejelser vedrørende budgetperiodens længde - Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, Ole Sørensen, side 320

Vi har vurderet, at Pandoras konkurrencemæssige fordele, eksempelvis deres stærke brand, vil være en fordel på kort sigt. Det argumenterer for en budgetperiode på 5 år.

Vækstudsigterne for branchen er vurderet på baggrund af de strategiske analyser, og vi vurderer at vækstudsigterne for branchen er lave. Dette skyldes at markedet for smykker er et marked, som har eksisteret længe, og markedet er derfor modent. Af den årsag vurderer vi branchen for

⁸⁶ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 319

værende moden, og derfor er vækstudsigterne lave, hvilket argumenterer for en budgetperiode på 5 år jævnfør ovenstående figur.

På baggrund heraf fastlægges budgetperioden til 5 år. Vi vurderer, at Pandora har været igennem en fase med stor vækst, og nærmer sig nu en nedtrapningsperiode, hvor de efter 5 år når den samfundsmæssige vækst. Det skyldes, at deres konkurrencemæssige fordel vurderes til at være der på kort sigt, samtidig med at vækstudsigterne i branchen vurderes som værende moden.

5.3.2 Udvikling i finansielle værdidrivere

De finansielle værdidrivere som vi vil have fokus på i vores rapport, og som vi vil beskrive yderligere nedenfor er: Vækstrate for salg, aktivernes omsætningshastighed, overskudsgraden og skatteeffekten.

5.3.2.1 Vækstrate for salg

For at kunne fastsætte en vækstrate for salg for Pandora over den kommende budgetperiode, vil vi anvende inputs fra vores ovenstående regnskabsanalyse. Ligeledes vil vi inddrage dele fra den strategiske analyse, for at kunne fastsætte de kommende vækstrater. Yderligere vil Pandoras egne forventninger til fremtiden fra årsrapporten fra 2018 blive inddraget.

Nedenstående tabel viser et forecast for vækstraten for salg pr. produktgruppe for perioden 2018R til 2023F.

Udvikling i omsætningen pr. produktgruppe		Budgetperiode				
Mio. kr.	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Charms	12.126	10.307	9.276	8.534	7.852	7.223
Charms, ændring i %	-6,1%	-15,0%	-10,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
Armbånd	4.393	4.692	5.067	5.574	5.964	6.262
Armbånd, ændring i %	10,8%	6,8%	8,0%	10,0%	7,0%	5,0%
Ringe	3.168	3.361	3.664	4.158	4.574	4.894
Ringe, ændring i %	0,2%	6,1%	9,0%	13,5%	10,0%	7,0%
Øreringe	1.486	1.590	1.749	2.020	2.263	2.477
Øreringe, ændring i %	4,8%	7,0%	10,0%	15,5%	12,0%	9,5%
Halskæder og vedhæng	1.633	1.716	1.910	2.246	2.556	2.816
Halskæder og vedhæng, ændring i %	24,0%	5,1%	11,3%	17,6%	13,8%	10,2%
Samlet omsætning	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673
Samlet omsætning, ændring i %	0,1%	-5,0%	0,0%	4,0%	3,0%	2,0%

Figur 5.3 - Forecast for vækstrate for salg pr. produktgruppe - Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel illustrer hvordan væksten forventes, at udvikle sig for Pandora over en 5-årig periode. For at kunne opnå en samlet vækstprocent for hele omsætningen har vi vurderet på hver enkelt produktgruppe, som blev analyseret under produktanalysen tidligere i opgaven. Denne analyse er inddraget i forhold til vurderingen af udviklingen pr. produktgruppe. Vi vil nedenfor kommentere dette yderligere.

Forventningerne til omsætningen for 2019 er -3% til -7% ifølge årsrapporten for 2018. Det skyldes blandt andet, at der er iværksat en ny spareplan "Programme NOW". Denne er tidligere omtalt i rapporten under punkt 2.6 "Forventninger til fremtiden". Ledelsen vil reducere omkostningerne til markedsføringsaktiviteter med 2% - 4% for 2019.⁸⁷ Derfor har vi vurderet, at Pandoras omsætning for 2019 vil befinde sig midt i intervallet. Vi fastsætter den til -5%. Dette er fastsat ud fra, at vi forventer at salget af Charms vil falde markant i 2019, hvor vi har fastsat en negativ vækst på -15%. For de øvrige produktgrupper forventer vi, at de alle vil vækste for 2019.

Vi forventer kun, at det er for 2019, at omsætningsvæksten vil være negativ. Derfor vurderer vi, at omsætningsvæksten vil være 0% for 2020. Spareplanen "Programme NOW" vil vare over 2 år, og vil derfor have indflydelse på omsætningen for både 2019 og 2020. Omvendt forventer vi også, at Pandora hurtigt vil kunne opretholde den samme omsætning. Kendetegnet for Pandora har været høj vækst. Pandora har i hele den analyserede periode under regnskabsanalysen haft en positiv omsætningstilvækst. Omsætningen har fra 2014 - 2016 vokset markant, mens den for 2017 - 2018 har været stort set på samme niveau, og kun haft en stigning på 0,1%. Den forventede vækst på 0%, skyldes, at vi fortsat forventer, at omsætningen for Charms vil falde, da produktgruppen har toppet og er langsomt nedadgående, og frigiver dermed omsætningsandele til de øvrige produktgrupper. Charms forventes at falde med -10%. Det forventes ligeledes at omsætningen for de øvrige produktgrupper vil være positiv og højere end forventningerne for 2019.

For 2021 vurderer vi, at omsætningsvæksten igen vil være positiv. Vi har vurderet den til 4%. Det skyldes blandt andet, at Pandora har flere upcoming produktgrupper, som øreringe, ringe, halskæder og vedhæng, som vinder større markedsandele jævnfør vores produktanalyse. Charms står for klart størstedelen af Pandoras omsætning. Omsætningen for Charms er

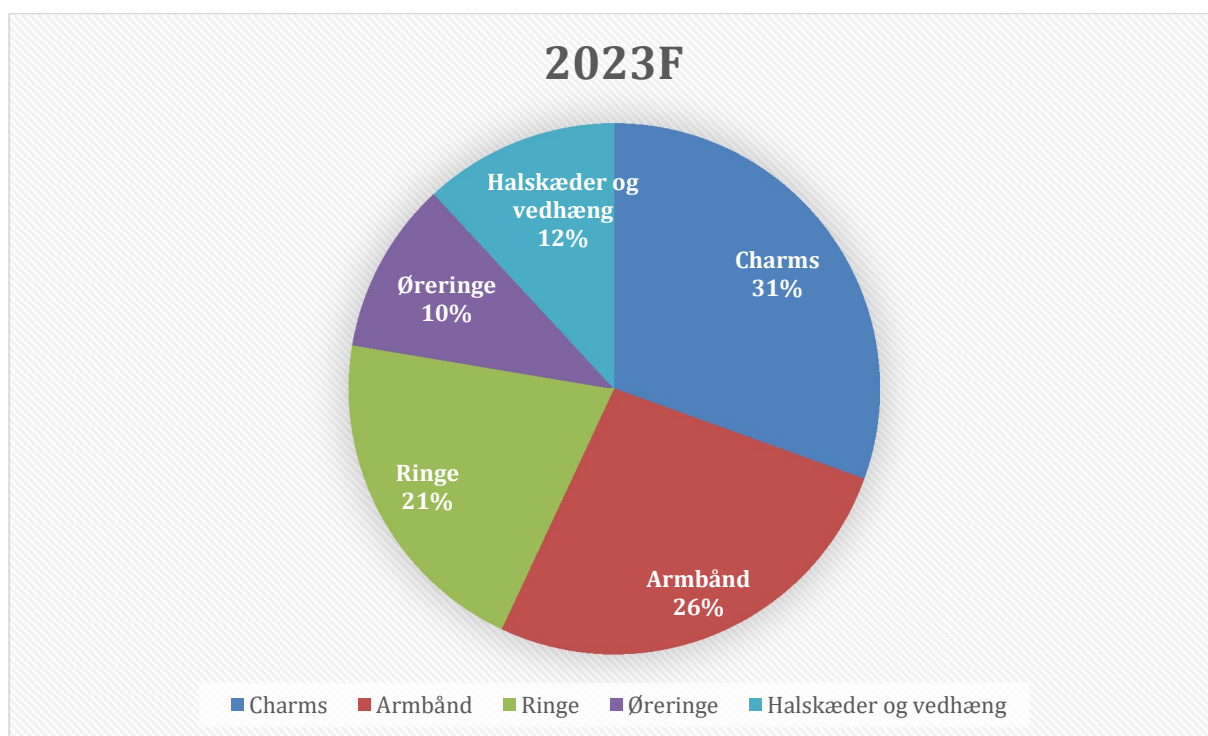
⁸⁷ Årsrapport Pandora 2018, side 11

nedadgående og forventes at falde med -8% for 2021. Dette er ikke nødvendigvis negativt for Pandora, da det forventes at omsætningen for de øvrige produktgrupper vil overstige faldet for Charms, således den samlede omsætning vil stige med 4%. Det vil sige, at de øvrige produktgrupper opnår større andele af omsætningen, hvilket er positivt, da Pandora har været meget afhængig af omsætningen fra Charms. Omsætningsvæksten for alle de øvrige produktgrupper vurderes til at være højere end for 2020.

For 2022 forventer vi, at omsætningsvæksten vil være 3%. Det skyldes som for 2021, at de øvrige produktgrupper vil vinde større andele på markedet, og dermed vil Pandora kunne opretholde en stigende vækst, selvom omsætningen for Charms stadig forventes at falde med -8%. Ligeledes har Pandora også mulighed for at introducere nye produkter på eksisterende markeder, men de også har mulighed for at indtage nye markeder med deres eksisterende produkter. Det forventes at markedet vil begynde at nærme sig steady-state, hvilket også kan ses på de øvrige produkt kategorier udover Charms. Deres omsætningsvækst forventes positiv, men lavere vækst end for 2021.

For 2023 forventer vi, at Pandora er stabiliseret og der forventes en vækst på 2%. Denne vækst forventer vi også for terminalåret, og Pandora har dermed nået punktet steady-state. Dette er opnået ved at Charms stadig forventes at falde med -8%, mens væksten for de øvrige produktgrupper stadig er positiv, men lavere end året før, da vi har nået punktet steady-state.

Nedenstående figur illustrerer hvordan den samlede omsætning forventes at fordele sig efter endt budgetperiode. Ved denne 5-årige periode har Pandora opnået en større omsætning end i 2018. Den udgør 23.673 mio. kr. mod 22.806 mio. kr. i 2018. Ligeledes har Pandora formået at få de øvrige produktgrupper til at modne på markedet, således at de har en større andel af den samlede omsætning. På den måde er Pandora ikke så afhængig af Charms som de var tidligere. De har dermed minimeret en svaghed fra vores SWOT-analyse. Omsætningen fordeles sig med 31%, 26% og 21% på de tre største produktgrupper, hvilket er positivt for Pandora. Det illustreres i nedenstående figur.



Figur 5.4 – Forecast af omsætningsfordeling pr. produktgruppe for år 2023 - Kilde: Egen tilvirkning

5.3.2.2 Aktivernes omsætningshastighed

Pandoras udvikling i nøgletallet, aktivernes omsætningshastighed, relaterer sig til udviklingen i omsætningen i forhold til aktiverne. Nøgletallet består af forholdet mellem omsætningen og den investerede kapital. Pandoras forventede udvikling i omsætningen er fastlagt i forrige afsnit omkring vækstraten for salget. Vi ønsker at fokusere på udviklingen i den investerede kapital. Den investerede kapital består af anlægsaktiver og arbejdskapitalen (WCR).

Udviklingen i arbejdskapitalen vil være påvirket af udviklingen i omsætningen. I forrige afsnit konkluderede vi, at omsætningen forventes at være på et acceptabelt niveau med en udvikling på mellem -5% og 2%, og det vurderes, at udviklingen i arbejdskapitalen vil følge samme udvikling, og dermed ikke have en påvirkning på aktivernes omsætningshastighed.

Udviklingen i anlægsaktiverne, er den anden faktor, som påvirker den investerede kapital. Pandora oplyser, at deres forventninger til udviklingen i anlægsaktiverne for 2019 vil være investeringer på 1,2 mio. kr. til 1,5 mio. kr., som er forventet til deres distributionsnetværk, IT og deres faciliteter i Thailand. Ud af dette er det forventeligt, at investering i “Programme NOW” udgør cirka 200 mio. kr.⁸⁸ Muligheden for at Pandora vil investere i anlægsaktiver

⁸⁸ Årsrapport Pandora 2018, side 12

vurderes at være tilstede i budgetperioden. Det vil derfor have en påvirkning på aktivernes omsætningshastighed. De øgede investeringer og den uændrede arbejdskapital, som vil følge udviklingen i omsætningen, vil medføre, at aktivernes omsætningshastighed i budgetperioden vil være faldende. Der vurderes ikke på udviklingen i likvider for budgetperioden, da vi som ekstern analytiker ikke har nok kendskab til denne post. Derfor vi har sat udviklingen til 0% i budgetperioden for likvider.

Ovenstående fører os frem til følgende udvikling for aktivernes omsætningshastighed:

Udvikling i aktivernes omsætningshastighed (capital turnover)			Budgetperiode				
DKK mio.	2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Omsætning	22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673
Invested capital	15.722	17.205	16.820	17.760	19.754	21.581	23.196
- Likvider	993	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
- Anlægsaktiver	10.496	11.785	12.685	13.625	14.607	15.625	16.676
- Arbejdskapital (WCR)	4.233	4.033	2.748	2.748	3.759	4.568	5.133
Aktivernes omsætningshastighed	1,56	1,39	1,27	1,25	1,20	1,12	1,06

Tabel 5.5 - Forecast af aktivernes omsætningshastighed - Kilde: Egen tilvirkning

5.3.2.3 Overskudsgraden

Overskudsgraden består af forholdet mellem omsætningen og EBIT. Pandoras forventede udvikling i omsætningen er fastlagt i forrige afsnit omkring vækstraten for salget. Vi ønsker, at fokusere på at udarbejde et forecast på udviklingen i EBIT.

Ved budgettering af Pandoras EBIT kræver det en mere detaljeret budgettering af de underliggende udgiftsposter, som indgår i EBIT. Dette kræver en god og dyb indsigt i Pandoras omkostningsstruktur, en viden som vi som eksterne analytikere ikke besidder, og som Pandora ikke oplyser om i deres årsrapporter. Der bliver af denne grund foretaget forecasts af EBIT overordnet, uden at gå i detaljer med de enkelte udgiftsposter.

Forecastet tager udgangspunkt i den historiske udvikling som er analyseret i regnskabsanalysen, samt inputs fra tidligere strategiske analyser.

Pandoras overskudsgrad var på stort set samme niveau fra 2014 - 2016. Fra 2016 - 2017 er der sket et lille fald i overskudsgraden. Dog er overskudsgraden på et stabilt niveau over analyseperioden. Pandora har en forventning om, at deres EBIT-margin i 2019 vil falde.⁸⁹

⁸⁹ Årsrapport Pandora 2018, side 11

Pandoras driftsomkostninger er i 2017 og 2018 steget, samtidig med at omsætningen har været på samme niveau begge år, hvorfor EBIT er faldet i 2017 og 2018. I starten af budgetperioden vurderer vi, at EBIT vil være faldende, ligesom Pandoras ledelse forventer. Hvor EBIT i den sidste del af budgetperioden forventes at være en smule stigende. Det skyldes, at Pandora har indført spareplanen "Programme NOW", som vil strække sig over 2019 og 2020, og efter denne periode, vurderer vi, at omkostningerne vil falde i forhold til omsætningen, og derfor vil EBIT være stigende.

Ovenstående fører frem til udviklingen i overskudsgraden for Pandora:

Udvikling i overskudsgraden (operating profit margin)			Budgetperiode					
DKK mio.	2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Omsætning	22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673	
EBIT	7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798	
Overskudsgraden	34,17%	28,20%	27,23%	32,14%	34,16%	36,19%	37,17%	

Tabel 5.6 - Forecast af overskudsgraden - Kilde: Egen tilvirkning

5.3.2.4 Skatteeffekten

Det sidste nøgletal, som er med til at påvirke ROE er skatteeffekten, Tax Ratio. Skatteeffekten viser forholdet mellem EAT og EBT.

Pandora har en forventning om, at skatten for 2019 vil være på 22% - 23%.⁹⁰ Pandora betaler skat i det land, som de opererer i, hvorfor skatteeffekten kan variere fra år til år.

Pandora er til og med regnskabsåret for 2019 fritaget for skat i Thailand, hvilket vil få en konsekvens for årene 2020 og frem, da Pandora derfor er fuldt skattepligtige af deres aktiviteter i Thailand. Dog forventes det ikke, at denne frafaldelse af skattefriheden i Thailand, vil have en så stor betydning for koncernen, da omsætningen for Asien og dermed Thailand udgør cirka 10% af den samlede omsætning for 2018, ifølge årsrapporten for 2018. Derfor har vi valgt, at vurdere at denne skatteeffekt ikke vil have større indflydelse på Pandora. Hvorfor vi heller ikke har taget højde for denne skatteeffekt i budgetperioden.

⁹⁰ Årsrapport Pandora 2018, side 12

5.3.3 Det frie cash flow

Det frie cash flow udtrykker de fremtidige pengestrømme i Pandora, herunder i den budgetperiode, som vi i tidligere afsnit fastsatte. Forventningerne til disse fremtidige pengestrømme, er det som er med til at fastsætte værdien af virksomheden. Her kan det nævnes, at det ikke nødvendigvis er formålet at opnå et stort overskud, men forventningerne til de fremtidige pengestrømme, som har større betydning for fastsættelsen af værdien af virksomheden.

Det frie cash flow beregnes ud fra følgende formel:

$$FCF = EBIT (1 - T_c) + depreciation\ expense - \Delta WCR - Net\ capital\ expenditure \quad ^{91}$$

$$T_c = \text{skatteprocent}$$

$$Depreciation\ expense = \text{afskrivninger}$$

$$\Delta WCR = \text{ændring i arbejdskapitalen}$$

$$Net\ capital\ expenditure = \text{Nettoinvesteringer}$$

Til brug for beregningen af det frie cash flow kræver det fastsættelse af de relevante budgetforudsætninger. Disse budgetforudsætninger blev fastsat i tidligere afsnit, og fremgår i en samlet oversigt af nedenstående tabel.

Budgetforudsætninger				Budgetperiode					
DKK mio.		2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Omsætning			22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673
Omsætning - vækst			11%	0%	-5%	0%	4%	3%	2%
COGS			5.709	5.723	5.416	5.417	5.633	5.802	5.918
COGS i % af omsætning			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Kapacitetsomkostninger			8.855	10.059	9.750	8.666	8.562	8.355	8.285
Kapacitetsomk. i % af omsætning			39%	44%	45%	40%	38%	36%	35%
Afskrivninger			433	593	600	620	640	653	671
Skat			25%	23%	23%	23%	22%	22%	22%
Investeringer			2.200	1.882	1.500	1.560	1.622	1.671	1.721
Anlægsaktiver			10.496	11.785	12.685	13.625	14.607	15.625	16.676
EBIT			7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798
OG			34,17%	28,20%	27,23%	32,14%	34,16%	36,19%	37,17%
WCR i procent af omsætning			19%	18%	13%	13%	17%	20%	22%
WCR			4.233	4.033	2.748	2.748	3.759	4.568	5.133
Delta WCR			396	-200	-1.285	0	1.011	809	565

Tabel 5.7 – Budgetforudsætninger – Kilde: Egen tilvirkning

⁹¹ Hawawini, Finance for Executives, side 494

Ud fra disse budgetforudsætninger, kan det frie cash flow beregnes ved brug af ovenstående formel. Illustration af beregningen af det frie cash flow fremgår af nedenstående tabel.

Beregning af det frie cashflow			Budgetperiode						
mio. kr.			2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Omsætning			22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673
Vareforbrug (Cost of goods sold)			5.709	5.723	5.416	5.417	5.633	5.802	5.918
Kapacitetsomkostninger			8.855	10.059	9.750	8.666	8.562	8.355	8.285
Afskrivninger			433	593	600	620	640	653	671
EBIT			7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798
EBIT*(1-Tax)			5.856	4.929	4.572	5.396	6.004	6.551	6.863
+depreciation			433	593	600	620	640	653	671
-delta WCR			-396	200	1.285	0	-1.011	-809	-565
- net capital expenditure			-2.200	-1.882	-1.500	-1.560	-1.622	-1.671	-1.721
Free cash flow (CFA)			3.693	3.840	4.957	4.456	4.010	4.724	5.248

Tabel 5.8 – Beregning af det frie cash flow – Kilde: Egen tilvirkning

Det frie cash flow er de likvide midler som Pandora har tilbage efter investering i materielle anlægsaktiver, og det skal vi anvende til vores beregning af værdiansættelsen efter DCF-modellen.

5.3.4 Beregning af WACC

Værdiansættelsen af Pandora ved anvendelse af DCF-modellen kræver en beregning af WACC. WACC er dermed et afgørende element for at kunne udregne det tilbagediskonterede cash-flow. WACC er forkortelsen for Weighted Average Cost of Capital - de gennemsnitlige kapitalomkostninger, og udtrykker de omkostninger, som virksomheden har i forbindelse med at fremskaffe kapital. Kapitalen kan skaffes enten via egenkapitalen og fra kreditinstitutter. WACC tager højde for både afkastkravet til aktionærerne, samt til kreditinstitutterne. Beregningen af WACC kan foretages efter følgende formel:

$$WACC = k_D(1 - T_C) \frac{D}{E+D} + k_E \frac{E}{E+D}^{92}$$

k_D = afkastkrav til gæld

k_E = aktionærernes afkastkrav

E = Egenkapital

D = gæld

T_C = skatten

⁹² Hawawini, Finance for Executives, side 427

Vi foretager nu en beregning af de forskellige variabler i formelen for WACC, for til sidst at kunne udregne værdien af WACC.

5.3.4.1 Aktionærernes afkastkrav

En af de variable som indgår i formlen for WACC er aktionærernes afkastningskrav, og til fastsættelse af denne variabel, benytter vi CAP-modellen (CAPM, Capital Asset Pricing Model). Modellen tager udgangspunkt i, at sammenligne det afkast der er i den pågældende virksomhed med afkastet på hele aktiemarkedet. CAPM kan udtrykkes ved følgende formel:

$$K_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_{equity}^{93}$$

I ovenstående formel, er K_E udtryk for aktionærerne afkastningskrav. Først skal vi i formlen fastsætte R_F som er et udtryk for den risikofri rente, derefter skal vi udregne markedets risikopræmie, som er $[E(R_M) - R_F]$, og til sidst β_{equity} , som er beta. Vi foretager en fastsættelse af de forskellige variable i formlen til udregning af aktionærernes afkastningskrav.

Risikofri rente

Den risikofrie rente er et udtryk for den forventning, der er til forrentningen i en risikofri investering. Her er det normalt, at vurdere en 10-årig statsobligation, da vi ved denne fremgangsmåde sammenligner en sikker investering i en obligation, og indregner samtidig den geografiske risiko.⁹⁴ Vi har valgt, at se på den 10-årige statsobligation i Danmark i årene 2014 - 2018.

Enhed: pct. pro anno					
	2014	2015	2016	2017	2018
10 årig statsobligation	1,19	0,51	0,27	0,26	0,42

Tabel 5.9 – Oversigt over 10-årig statsobligation i årene 2014 - 2018 – Kilde: Danmarks Statistik, samt egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, så er renten på den 10-årige statsobligation forholdsvis lav, og den er samtidig faldende i perioden på de sidste 5 år. Vi vurderer, at renteniveauet er ekstraordinært lavt i 2018, hvorfor den generelle rente i fremtiden højst sandsynligt vil stige.

⁹³ Hawawini, Finance for Executives, side 425

⁹⁴ Hawawini, Finance for Executives, side 425

Vi har af den grund understøttet vores vurdering af den risikofrie rente med sammenligning til en 30-årig dansk realkreditobligation, hvor den effektive rente er 1,93%.⁹⁵ Vi mener, at det giver et mere retvisende billede af den risikofrie rente, der tager hensyn til de fremtidige stigninger. Dog er renten stadig ekstraordinær lav på det 30-årige realkreditobligationslån. Vi vurderer derfor, at renteutviklingen i fremtiden vil være stigende. Med baggrund i ovenstående, samt den kritiske vurdering af renteutviklingen i fremtiden, så vurderer vi den risikofrie rente til 3,5%.

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er et udtryk for det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier, i forhold til at investere i statsobligationer, som vurderes at være en risikofri investering. Til fastsættelsen af markedsrisikopræmien er det muligt at benytte 3 metoder. Ved den første metode, kan markedsrisikopræmien bestemmes ud fra et estimat af de historiske data på aktiemarkedet. Den anden metode til fastsættelse af markedsrisikopræmien er ved at undersøge investeringsmarkedet, og dermed spørge investorerne til deres skøn over markedsrisikopræmien. Herefter tages et gennemsnit af dette, som så fastsættes som markedsrisikopræmien. Den tredje metode beregner markedsrisikopræmien på baggrund af de nuværende aktiekurser ved hjælp af for eksempel residualindkomst-modellen.⁹⁶

Der er ikke en metode, som er mere rigtig end den anden, og der er ikke noget endeligt svar på, hvad størrelsen på markedsrisikopræmien skal være. Da der til fastsættelsen heraf opstår en usikkerhed, og den dermed ikke kan fastsættes ud fra noget konkret.

Som det fremgår af en rapport fra PwC udgivet i 2016, som har undersøgt udviklingen i den gennemsnitlige markedsrisikopræmie, er markedsrisikopræmien i 2015 på 5,6%. Udviklingen i analyseperioden jævnfør tabel 5.9 har ikke haft store udsving og ligger mellem 3,8% som det laveste og 6% som det højeste.⁹⁷ Sammenholder vi det med Fernandez et al., som i 2017 foretog en undersøgelse af den anvendte markedsrisikopræmie i 88 lande, herunder Danmark. Så viser det, at gennemsnittet af markedsrisikopræmien i Danmark ligger på 6,3%, som også fremgår af tabel 5.11.⁹⁸

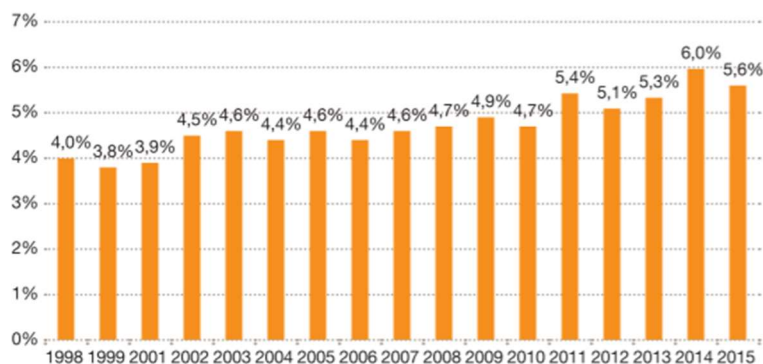
⁹⁵ Totalkredit, kursliste obligationslån

⁹⁶ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 39-40

⁹⁷ PwC, Prisfastsættelsen på aktiemarkedet

⁹⁸ Pablo Fernandez, Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 41 countries in 2017: a survey

Vi har på baggrund af disse to kilder fastsat en markedsrisikopræmie på 7,5%, da vi ikke vurderer, at markedsrisikopræmien har ændret sig meget siden de to undersøgelser er foretaget, men dog er der forekommet en stigning i renten.



Tabel 5.10 - Udviklingen i markedsrisikopræmie i perioden 1998-2015 foretaget af PwC - Kilde:

PwC: *Prisfastsættelsen på aktiemarkedet.*

MRP	Number of answers	average	Median	St. Dev.	max	min
USA	1613	5,7%	5,7%	1,5%	12,0%	1,5%
Spain	472	6,6%	6,8%	1,7%	15,0%	2,7%
Germany	297	5,7%	5,9%	1,3%	10,0%	1,9%
France	134	6,5%	6,7%	1,1%	9,0%	4,0%
United Kingdom	91	5,9%	6,2%	1,2%	8,4%	2,4%
Italy	86	6,4%	6,7%	1,2%	9,0%	3,6%
Canada	106	6,0%	6,4%	1,3%	8,6%	1,6%
Portugal	68	7,6%	8,0%	1,3%	10,4%	4,0%
Switzerland	64	7,1%	7,5%	1,2%	9,9%	4,0%
Belgium	65	6,4%	6,6%	0,9%	8,5%	4,0%
Sweden	81	6,8%	7,1%	1,2%	10,0%	4,0%
Denmark	81	6,1%	6,3%	0,8%	8,1%	4,0%
Finland	78	5,9%	6,1%	0,7%	7,7%	4,0%
Japan	84	6,0%	6,1%	1,3%	8,5%	2,8%

Tabel 5.11 - Markedsrisikopræmien Fernandez et al. undersøgt i 2017 - Kilde: Pablo Fernandez,

Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 41 countries in 2017: a survey

Beta

Beta er et udtryk for den risikovurdering, som Pandora har i forhold til den resterende markedsportefølje. Ved at investere i aktier forekommer der en vis risiko, og beta kan betragtes som et risikomål, som har det formål at være med til at måle markedsrisikopræmien.⁹⁹

Beta kan fortolkes jævnfør nedenstående figur:

⁹⁹ Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 39-40

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

Figur 5.12 - Tolkning af beta - Kilde: Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 40

Ud fra ovenstående figur kan det konkluderes, at ved en betaværdi som er høj, må det betragtes som en investering med høj risiko, og dermed forventeligt at der forekommer et større afkast heraf. En betaværdi tæt på nul vurderes at være tæt på risikofri, og dermed forventeligt, at der forekommer et relativt lavt afkast på aktien.

Da Pandora er en børsnoteret virksomhed, har vi anvendt den allerede opgjort betaværdi for Pandora. Betaværdien for Pandora er udgivet i en rapport af Reuters, og som det fremgår af denne rapport, har Pandora en betaværdi på 0,77 pr. 8. april 2019.¹⁰⁰ Det vil sige, at ved en investering i Pandoras aktier opnås der en investering med mindre risiko end ved markedsporteføljen jævnfør ovenstående figur.

Vi har nu fastsat de ukendte variable i formelen til udregning af aktionærernes afkastningskrav, og vi kan nu foretage beregningen, og på baggrund af ovenstående er aktionærernes afkastningskrav beregnet til at være følgende:

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

$$3,5\% + 7,5\% * 0,77 = 9,28\%$$

Aktionærernes afkastningskrav er beregnet til 9,28%.

5.3.4.2 Afkastkrav til gælden

For at finde afkastkravet til gælden, er det nødvendigt at undersøge, hvordan Pandora er finansieret, da fremgangsmåden afhænger heraf. Ved finansiering gennem gæld til kreditinstitutter, så er afkastkravet til gælden (cost of debt), lig med den rente, som banken tager, altså lånerenten. Hvis finansieringen sker gennem lån direkte hos investorerne for eksempel gennem et obligationslån, så vil afkastkravet til gælden (cost of debt) være lig med

¹⁰⁰ Reuters, Pandora A/S (PNDORA.CO)

den effektive rente på lånet. Hvis ingen af disse passer på virksomhedens finansiering, så kan følgende formel anvendes, hvor den risikofrie rente, samt risikotillægget skal fastsættes:

$$K_D = \text{Market yield on government bonds} + \text{Estimated credit} - \text{risk spread}^{101}$$

Jævnfør årsrapporten for 2018 oplyser Pandora ikke noget konkret om, hvordan de er finansieret, dog fremgår det i balancen, at de langfristede gældsforpligtelser primært består af "lån og kreditinstitutter".¹⁰² Derfor antages det, at finansieringen sker gennem kreditinstitutter og at de ikke er finansieret direkte gennem investorerne. Derfor kan vi foretage en fastsættelse af afkastkravet til gælden, ved at finde frem til den lånerente, som kreditinstitutterne kræver af finansieringen til Pandora. Lånerenten fastlægges på baggrund af oplysninger i årsrapporten for Pandora. Det fremgår af den reformulerede Managerial Balance Sheet jævnfør bilag 3, at der forekommer en rentebærende gæld på 10.786 mio. kr.¹⁰³, og der i 2018 er finansielle omkostninger forbundet til gælden på 382 mio. kr.¹⁰⁴ Denne fordeling giver en lånerente på 3,54%. Foretager vi samme fremgangsmåde for 2017 tallene, hvor gælden til kreditinstitutter udgør 9.208 mio. kr.¹⁰⁵, og de finansielle omkostninger hertil udgør 315 mio. kr.¹⁰⁶, så vil lånerenten for 2017 være på 3,42%.

Vi foretager en estimering af lånerenten på baggrund af ovenstående tal. Lånerenten er beregnet på baggrund af tallene i årsrapporten for 2018. Lånerenten er på 3,54%.

5.3.4.3 Kapitalstruktur

Inden vi kan foretage den endelige beregning af WACC, skal vi beregne kapitalstrukturen i Pandora. Kapitalstrukturen udtrykker, hvordan forholdet mellem egenkapital og de finansielle forpligtelser fastsættes. Kapitalstrukturen opstår ved hjælp af markedsværdien, som er antal af udestående aktier ganget med aktiekursen, men da dette er formålet med denne rapport, så er det en ulempe for denne fremgangsmåde.

¹⁰¹ Hawawini, Finance for Executives, side 414

¹⁰² Årsrapport Pandora 2018, side 90

¹⁰³ Managerial Balance Sheet, bilag 3

¹⁰⁴ Managerial Balance Sheet, bilag 3

¹⁰⁵ Managerial Balance Sheet, bilag 3

¹⁰⁶ Managerial Balance Sheet, bilag 3

For derfor at finde frem til kapitalstrukturen i Pandora, har vi taget udgangspunkt i aktiemarkedet pr. 31. december 2018. Her var de samlede udestående aktier på 110.029.003 stk.¹⁰⁷, og aktiekursen på kr. 265,30¹⁰⁸, det giver en markedsværdi på kr. 29.190.694.495 (*110.029.003 stk. * kr. 265,30*).

De rentebærende finansielle forpligtelser pr. 31. december 2018 var på 10.786 mio. kr.¹⁰⁹, og ud fra dette kan vi konkludere, at pr. 31. december 2018 udgjorde de finansielle gældsforpligtelser 37% af den samlede markedsværdi, og egenkapitalen udgør 63%. Denne kapitalstruktur forventes at fortsætte, hvorfor vi har antaget denne kapitalstruktur i beregningen af WACC.

5.3.4.4 Beregning af WACC

Vi kan nu ud fra ovenstående afsnit beregne værdien af WACC. WACC er den procentværdi, som vi foretager tilbagediskonteringen med i værdiansættelsen ud fra DCF-metoden.

WACC beregnes efter følgende formel:

$$WACC = k_D(1 - T_C) \frac{D}{E+D} + k_E \frac{E}{E+D}^{110}$$

$$k_D = \text{afkastkrav til gæld} = 3,54\%$$

$$k_E = \text{aktionærernes afkastkrav} = 9,28\%$$

$$E = \text{Egenkapital} = 63\%$$

$$D = \text{gæld} = 37\%$$

$$T_C = \text{skatten} = 22\%$$

¹⁰⁷ Nasdaq, Pandora

¹⁰⁸ Euroinvestor, Pandora kurshistorik

¹⁰⁹ Managerial Balance Sheet, bilag 3

¹¹⁰ Hawawini, Finance for Executives, side 427

Beregning af WACC	
Skattesats	0,22
Levered beta	0,77
Gns gældsrente	3,54%
EK andel	0,63
Gældsandel	0,37
risikofri rente	3,50%
Markedspræmie	7,50%
WACC	6,86%

Tabel 5.13 - Beregning af WACC - Kilde: Egen tilvirkning

Vi har beregnet WACC til 6,86%.

5.3.5 Terminalværdien

Efter budgetperioden kommer der en periode, som kaldes terminalperioden, som ligger ud over budgetperioden og som i teorien forløber i det uendelige. For at kunne foretage beregning af markedsværdien for Pandora ved anvendelse af DCF-modellen, er det nødvendigt at kende til terminalværdien. Terminalværdien bliver beregnet efter følgende formel:

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}^{111}$$

Vores budgetperiode er på 5 år, og efter den budgetperiode indgår terminalværdien (TV_5). I tælleren indgår beregningen af det frie cash flow (FCF_6), og er den beregnede værdi lige efter budgetperioden. Det frie cash flow tilbagediskonteres med kapitalomkostninger ($WACC$), fratrukket den konstante vækst (g), som er illustreret i nævneren.

Fastsættelsen af den konstante vækstrate blev foretaget under afsnit 5.3.2.1 “Vækstrate for salg”, hvor vi vurderede at Pandora efter budgetperioden på 5 år opnår steady-state med en vækstrate på 2%. Det er denne der er benyttet til beregning af terminalværdien.

Beregningen af TV_5 , kan illustreres i nedenstående tabel. Her fremgår beregningen af det frie cash flow, samt beregningen af terminalværdien. Terminalværdien er beregnet til 107.865 mio. kr.

¹¹¹ Hawawini, Finance for Executives, side 495

Beregning af det frie cashflow mio. kr.			Budgetperiode						
			2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Omsætning			22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673
Vareforbrug (Cost of goods sold)			5.709	5.723	5.416	5.417	5.633	5.802	5.918
Kapacitetsomkostninger			8.855	10.059	9.750	8.666	8.562	8.355	8.285
Afskrivninger			433	593	600	620	640	653	671
EBIT			7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798
EBIT*(1-Tax)			5.856	4.929	4.572	5.396	6.004	6.551	6.863
+depreciation			433	593	600	620	640	653	671
-delta WCR			-396	200	1.285	0	-1.011	-809	-565
- net capital expenditure			-2.200	-1.882	-1.500	-1.560	-1.622	-1.671	-1.721
Free cash flow (CFA)			3.693	3.840	4.957	4.456	4.010	4.724	5.248
Terminalværdi								107.865	

Tabel 5.14 - Beregning af det frie cash flow, samt terminalværdien - Kilde: Egen tilvirkning

Terminalværdien vil indgå i næste afsnit omkring værdiansættelsen ved anvendelse af DCF-modellen.

6. Værdiansættelse

For at kunne vurdere om den beregnede værdi af Pandora er over- eller undervurderet i forhold til aktiemarkedet pr. 31. december 2018 anvender vi DCF-modellen. Dernæst foretager vi en følsomhedsanalyse, da de estimerede variabler, som indgår i beregningen af værdiansættelsen, kan være usikre og ikke retvisende, da vi som ekstern analytiker ikke har adgang til alle informationer, for at kunne foretage en helt korrekt budgettering af fremtiden.

Til sidst foretager vi en værdiansættelse af Pandora ud fra en multiple analyse, for at sammenholde to værdiansættelsesmodeller, og på den måde kunne konkludere på hvilken betydning, det vil have for værdiansættelsen af Pandora.

6.1 Værdiansættelse efter DCF-modellen

I de ovenstående afsnit, har vi nu foretaget alt den indledende arbejde i forhold til nu, at kunne værdiansætte Pandora efter DCF-modellen. Vi har derfor alle værdier for at kunne beregne værdien af Pandoras aktie ved anvendelse af DCF-modellen.

Modellen assisterer os med at kunne besvare vores problemformulering, og vurdere om den beregnede aktieværdi for Pandora er over- eller undervurderet i forhold til værdien på aktiemarkedet.

Egenkapitalværdien (EV) beregnes ud fra følgende formel:

$$EV = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_5+TV_5}{(1+WACC)^5} \quad 112$$

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g} \quad 113$$

I nedenstående tabel ses beregningen af WACC, det frie cash flow, samt terminalværdien.

Beregning af WACC									
Skattesats	0,22								
Levered beta	0,77								
Gns gældsrente	3,54%								
EK andel	0,63								
Gældsandel	0,37								
risikofri rente	3,50%								
Markedspræmie	7,50%								
WACC	6,86%								

Beregning af det frie cashflow					Budgetperiode				
mio. kr.		2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Omsætning		22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673	
Vareforbrug (Cost of goods sold)		5.709	5.723	5.416	5.417	5.633	5.802	5.918	
Kapacitetsomkostninger		8.855	10.059	9.750	8.666	8.562	8.355	8.285	
Afskrivninger		433	593	600	620	640	653	671	
EBIT		7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798	
EBIT*(1-Tax)		5.856	4.929	4.572	5.396	6.004	6.551	6.863	
+depreciation		433	593	600	620	640	653	671	
-delta WCR		-396	200	1.285	0	-1.011	-809	-565	
- net capital expenditure		-2.200	-1.882	-1.500	-1.560	-1.622	-1.671	-1.721	
Free cash flow (CFA)		3.693	3.840	4.957	4.456	4.010	4.724	5.248	
Terminalværdi							107.865		

Vækst i terminalperiode	2,00%								
WACC	6,86%								

Tabel 6.1 - Beregning af WACC, det frie cash flow, samt terminalværdien - Kilde: Egen tilvirkning

Vi kan nu foretage en beregning af henholdsvis Enterprise Value (EV), samt Equity Value (værdien af egenkapitalen), som ses i nedenstående tabel.

¹¹² Hawawini, Finance for Executives, side 495

¹¹³ Hawawini, Finance for Executives, side 495

Beregning af Enterprise Value og Equity Value efter DCF-modellen		
mio. kr.		
NPV af cash flow 2019-2023		19.213,82
NPV af terminalværdi		77.393,42
NPV i alt (enterprise value)		96.607,24
+ likvider		1.387,00
- gæld		-10.786,00
Værdi af egenkapitalen		87.208,24
Værdi af egenkapitalen		87.208,24
Antal aktier		110,03
Værdi pr. aktie (DKK)		792,59

Tabel 6.2 - Beregning af Enterprise Value samt Equity Value - Kilde: Egen tilvirkning

Følgende formler er benyttet til beregning af de forskellige værdier i tabel 6.1, samt tabel 6.2.

Terminalværdien efter slutningen af budgetperioden af år 5 = $TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}$

Nutidsværdien (NPV) af cashflow fra 2019 - 2023 = $\frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FC_2}{(1+W)^2} + \dots$

Nutidsværdien (NPV) af terminalværdien = $\frac{FCF_5+TV_5}{(1+WAC)^5}$

Enterprise Value (nutidsværdien af cash flowet i budgetperioden + nutidsværdien af terminalværdien) = $EV = \frac{FCF_1}{1+WAC} + \frac{FCF_2}{(1+WAC)^2} + \dots + \frac{FCF_5+TV_5}{(1+WAC)^5}$

Equity Value = $EV + \text{cash and other financial assets} - \text{Debt}$

Værdien af egenkapitalen er på 87.208,24 mio. kr., og Pandora har 110.029.003 stk.¹¹⁴ noterede aktier på markedet, hvorfor værdien pr. aktie er på kr. 792,59 pr. 31. december 2018.

Pandoras aktie havde en kursværdi på kr. 265,30¹¹⁵ pr. 31. december 2018. Det kan konkluderes, at den beregnede værdi ud fra DCF-metoden, giver en aktiekurs, som er højere end den i aktiemarkedet, og aktien i markedet må derfor være undervurderet. Det er her værd at have for øje, at der kan være en del usikkerhed forbundet med beregningen af aktieværdien ud fra DCF-metoden. Det kan derfor konkluderes, at ved beregning af kursværdien for en Pandora aktie efter DCF-modellen, ikke er retvisende, da DCF-modellen kommer frem til en værdi på aktien, som er højere end kursværdien i markedet. Det kan dermed konkluderes, at

¹¹⁴ Nasdaq, Pandora

¹¹⁵ Euroinvestor, Pandora A/S kurshistorik

aktien synes at være undervurderet i forhold til vores beregning af aktiekursen ved brug af DCF-modellen.

For at kunne understøtte vurderingen af aktiekursen set i forhold til beregningen, så vil vi foretage endnu en værdiansættelse af Pandora efter en anden værdiansættelsesmodel. Dette fremgår af senere afsnit 6.3.

Det skal nævnes, at terminalværdien har en stor indflydelse på beregningen i DCF-modellen, og det fremgår tydeligt af tabel 6.2, at terminalværdien udgør en stor del af den samlede Equity Value. I terminalværdien fremgår variabler, som er estimeret med en vis usikkerhed, herunder EBIT%, WACC og den konstante vækstrate, g . Denne usikkerhed har selvfølgelig en betydning for beregningen af Equity Value, og dette er en svaghed i vores beregning. Svaghederne vil blive behandlet i næste afsnit omkring følsomhedsanalysen, hvor vi vil se på følsomheden på WACC, g , samt skatteprocenten.

6.2 Følsomhedsanalyse

En lille ændring i en af parametrene, som påvirker terminalværdien, vil have en relativ stor betydning for den beregnede værdi for Pandoras aktie. Vi vil i nedenstående afsnit foretage en følsomhedsanalyse på tre af parametrene; skatteprocenten, WACC, samt g . Dette skyldes, at de er præget af skøn, og dermed en stor usikkerhed.

6.2.1 WACC/ g

WACC har en stor betydning i vores værdiansættelse af Pandora, da det er diskonteringsfaktoren. Der er ved fastsættelsen af WACC på 6,86% jævnfør tidligere afsnit 5.3.4.4, forbundet en stor usikkerhed, da fastsættelsen indeholder skøn og forudsætninger, som ikke er sikkert tilsvarende med den fremtidige udvikling. Skønnene baseres blandt andet på, at der for tiden er et historisk lavt renteniveau, og det har påvirket vores fastsættelse af de variable, der indgår i beregning af WACC.

En anden faktor, som har betydning for værdiansættelsen af Pandoras aktiekurs, er terminalvæksten. Vi har i værdiansættelsen beregnet ud fra en terminalvækst på 2%. Terminalværdien udgør en stor del af den samlede beregnede værdi for egenkapitalen, og dermed stor indflydelse på værdien af aktien. Til beregning af terminalværdien, indgår

terminalvæksten, og det er derfor relevant at se på, hvordan en ændring i denne vækst vil påvirke aktieværdien.

Vi har i nedenstående tabel foretaget en følsomhedsanalyse på WACC, samt vækstraten, g.

		WACC (6,86%)						
		4,00%	5,00%	6,00%	6,86%	7,00%	8,00%	9,00%
Terminalvækst (2%)	0,5%	1.223,62	928,79	741,34	626,83	611,70	516,74	444,22
	1,0%	1.410,29	1.032,59	806,14	672,66	655,29	547,65	467,01
	1,5%	1.671,61	1.166,05	885,33	727,04	706,81	583,32	492,84
	2,0%	2.063,61	1.343,99	984,33	792,59	768,64	624,94	522,36
	2,5%	2.716,93	1.593,11	1.111,61	873,17	844,20	674,11	556,42
	3,0%	4.023,58	1.966,79	1.281,31	974,59	938,66	733,13	596,16
	3,5%	7.943,51	2.589,59	1.518,90	1.106,15	1.060,10	805,26	643,13

Tabel 6.3 - Følsomhedsanalyse WACC/g - Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen, så er der ved værdiansættelsen foretaget en beregning ud fra en WACC på 6,86% samt en terminalvækst på 2%, som giver en aktiekurs på kr.792,59, denne værdi er markeret med gul i tabellen.

Ved at ændre på henholdsvis WACC og g, viser ovenstående figur, at det har betydning for værdien af Pandoras aktie. For eksempel ved en ændring af WACC fra 6,86% til 9%, samtidig med at væksten falder fra 2% til 0,5%, vil betyde, at aktiekursen falder til næsten det halve af hvad vores resultat af værdiansættelsen gav, nemlig en aktiekurs på kr. 444,22. Så en forholdsvis lille ændring, vil have stor betydning for aktiens værdi. Hvis vi skal opnå en aktiekurs, som nærmer sig den aktiekurs som aktiemarkedet havde pr. 31. december 2018 på kr. 265,30¹¹⁶, så skal WACC stige og væksten falde. Der skal yderligere ændringer til for at opnå en værdi på kr. 265,30.

På baggrund heraf kan vi konkludere, at der er stor usikkerhed forbundet med vores værdiansættelse af Pandora ved anvendelse DCF-modellen.

6.2.2 Skatteprocenten

Den anden faktor, som vi vurderer, kan have relevans i følsomhedsanalysen er ændringen i skatteprocenten. Det skyldes, at vi i tidligere afsnit omkring budgetteringen, fastsatte en

¹¹⁶ Nasdaq, Pandora

skatteprocent til 22%. Det gjorde vi på baggrund af de historiske data i regnskabsanalysen, samt resultaterne af de strategiske analyser. Skattesatsen er blevet fastsat med en vis usikkerhed, og muligvis lavt estimeret, da Pandora fra 2019 ikke længere har skattefrihed for deres aktiviteter i Thailand, som de hidtil har haft. Vi vil derfor beregne, hvor følsom vores værdiansættelse er på baggrund af den fastsatte skattesats, da skattesatsen i fremtiden muligvis vil ændre sig, som konsekvens af de frafaldne skatteaftaler med Thailand.

Skatteprocent	EQ Value
21,00%	790,21
22,00%	792,59
23,00%	794,99
24,00%	797,39
25,00%	799,81
26,00%	802,24

Tabel 6.4 - Følsomhedsanalyse på skatteprocenten - Kilde: Egen tilvirkning

Af ovenstående tabel fremgår det, at en ændring i skatteprocenten vil have en indvirkning på værdien af aktien. Dog vil en ændring i skatteprocenten ikke være af stor betydning, da aktieværdien ikke ændrer sig markant som en konsekvens af en forhøjet skatteprocent.

6.2.3 Konklusion følsomhedsanalyse

Ved at foretage en ændring i WACC, samt terminalvæksten, vil vi opnå en relativ stor ændring af den beregnede aktiekurs for Pandora aktien. Ved en ændring i skatteprocenten, opstår der ikke en så stor ændring i den beregnede aktieværdi. Derfor har netop dette parameter ikke så stor betydning for beregningen af værdiansættelsen.

Vi kan dermed konkludere, at der ved værdiansættelsen ud fra DCF-modellen opstår en stor usikkerhed omkring den beregnede aktieværdi, netop fordi vi fastsætter de underliggende variable ud fra skøn og forudsætninger, som kan afvige fra den reelle fremtid.

6.3 Værdiansættelse efter multipel analyse

En alternativ metode til beregningen af værdien for Pandora, er ved at benytte en multipel-analyse, som er en mere alternativ og simpel værdiansættelsesmetode. Denne værdiansættelse vil vi sammenholde med den tidligere værdiansættelse ud fra DCF-modellen.

En multipel-analyse er en relativ analysemodel, hvor værdiansættelsesmodellen DCF, som tidligere anvendt, var en fundamentalanalyse. Den relative værdiansættelsesmodel stiller ikke de store krav til informationsindsamlingen, da den tager udgangspunkt i sammenlignelige virksomheder.

6.3.1 EBITDA multiple

Vi har valgt at gøre brug af EBITDA multiple som den anden værdiansættelsesmetode til værdiansættelsen af Pandora. Denne er valgt, da vi vurderer at den er mere retvisende end de andre multipel analyser, da den tager udgangspunkt i EBITDA, som er indtjeningen før renter, skat og afskrivninger.

En alternativ måde, at beregne værdien af Pandora, er ved at benytte en EBITDA multiple.¹¹⁷ På den måde kan vi efterprøve den beregnede værdi, som blev foretaget ud fra DCF-metoden. Virksomhedens egenkapital vurderes indirekte ud fra enterprise eller business værdien af sammenlignelige virksomheder, EV. Fordelen ved denne værdiansættelsesmetode er, at det er en forholdsvis simpel metode, og det er nemt at sammenligne med andre virksomheder på markedet.

Værdiansættelsen er en fire steps procedure:

1. Estimer værdien af Enterprise Value for sammenlignelige virksomheder
2. Beregn EBITDA for sammenlignelige virksomheder
3. Beregn EV-to-EBITDA multiple for sammenlignelige virksomheder
4. Anvend den gennemsnitlige multipel for sammenlignelige virksomheder på virksomhedens EBITDA for at komme frem til EV og efterfølgende Equity Value, egenkapitalens værdi

Formlen for denne fremgår nedenfor:

$$EBITDA\ multiple = \frac{EV}{EBITDA}^{118}$$

¹¹⁷ Hawawini, Finance for Executives, side 492

¹¹⁸ Hawawini, Finance for Executives, side 493

For at kunne sammenligne med andre virksomheder, så er det nødvendigt at kende til deres Enterprise Value. Det kræver, at vi har kendskab til det frie cash flow, samt WACC med videre. Af den grund har vi valgt at lade denne proces, og i stedet anvendt GuruFocus som kilde. GuruFocus har på forhånd beregnet EV/EBITDA for Pandora. GuruFocus fastsætter EV/EBITDA for Pandora til at være 4,27.¹¹⁹

Ifølge ovenstående EV/EBITDA vil Pandora have en beregnet Enterprise Value (EV) på følgende:

$$EV = EV/EBITDA * EBITDA\ 2018$$

$$EV = 4,27 * 7.024\ mio.kr. = 29.992,48\ mio.kr.$$

Derefter beregnes Equity Value, ud fra følgende formel:

$$Equity\ Value = Enterprise\ value + cash\ and\ other\ financial\ assets - Debt^{120}$$

$$Equity\ Value = 29.992,48 + 1.387 - 10.786 = 20.593,48\ mio.kr.$$

Den samlede beregning ses i nedenstående tabel:

Beregning af Equity Value efter EBITDA multipel mio. kr.		
EV/EBITDA		4,27
EBITDA 2018		7.024,00
EV		29.992,48
+ likvider		1.387,00
- ikke rentebærende gæld		-10.786,00
Værdi af egenkapitalen		20.593,48
Værdi af egenkapitalen		20.593,48
Antal aktier		110,03
Værdi pr. aktie (DKK)		187,16

Tabel 6.5 - Beregning af Equity Value efter EBITDA multiple - Kilde: Egen tilvirkning

¹¹⁹ Gurufocus.com, Pandora A/S – Enterprise Value

¹²⁰ Hawawini, Finance for Executives, side 493

Ud fra ovenstående beregning vil aktiekursen for en Pandora aktie være kr. 187,16 pr. 31. december 2018. Sammenholdt med aktiekursen på aktiemarkedet, som var kr. 265,30¹²¹, så vil beregningen af aktiekursen ud fra EBITDA multiple resultere i en aktiekurs som er lavere end den i markedet. Konklusionen må være, at aktien er overvurderet i forhold til vores beregning jævnfør EBITDA multiple.

Der er dog usikkerhed forbundet med denne metode, da vi har anvendt en sekundær kilde til fastsættelse af EV/EBITDA. Den optimale metode til brug af denne model, vil være at finde lignende virksomheder, som er sammenlignelige med Pandora, og udarbejde en analyse af deres Enterprise Value. Jo flere sammenlignelige virksomheder vi har kendskab til, jo mere valid må EBITDA multiple være.

6.4 Opsummering på værdiansættelsen

Vi har foretaget en værdiansættelse af Pandora med udgangspunkt i DCF-modellen, som har taget udgangspunkt i vores budgettering af de fremtidige pengestrømme. Hvorefter vi har tilbagediskonteret de fremtidige pengestrømme ved brug af den fastsatte WACC, som er diskonteringsfaktoren.

Ved beregning af aktieværdien ud fra DCF-modellen kom vi frem til en aktiekurs på kr. 792,59 pr. 31. december 2018. Set i forhold til aktiekursen i markedet pr. 31. december 2018, som var på kr. 265,30¹²², kan det vurderes, at værdien af Pandora aktien på aktiemarkedet må anses for værende undervurderet i forhold til vores beregnede værdi af Pandora. Ved beregningen af værdien ud fra DCF-modellen knytter sig en vis grad af usikkerhed, da en række forudsætninger til brug for beregningen er præget af skøn, hvilket påvirker den beregnede værdi af Pandora aktien. Derfor har vi udarbejdet en følsomhedsanalyse, for at kunne vurdere på hvor følsom en ændring af nogle af disse parametre ville have på den beregnede værdi.

Som det fremgår af vores følsomhedsanalyse, så vil en forholdsvis lille ændring af terminalvæksten, g , samt WACC medføre en relativ væsentlig ændring af den beregnede værdi. Derfor må det konkluderes, at der er en stor usikkerhed forbundet med den beregnede værdi af aktien ud fra DCF-modellen.

¹²¹ Euroinvestor, Pandora kurshistorik

¹²² Euroinvestor, Pandora kurshistorik

For at efterprøve vores beregning ud fra DCF-modellen har vi foretaget en alternativ beregning af værdien ud fra en multipel værdiansættelsesmetode. Her har vi valgt en EBITDA multiple som den anden værdiansættelsesmetode til at efterprøve den beregnede kursværdi af Pandoras aktie pr. 31. december 2018. Ved en beregning efter EBITDA multiple forekommer en aktiekurs på kr. 187,16 pr. aktie pr. 31. december 2018, hvilket er lavere end aktiekursen på aktiemarkedet, på kr. 265,30¹²³. I EBITDA multiple beregningen har vi fundet frem til multipel faktoren, EV/EBITDA, fra en ekstern kilde, som har opgjort denne værdi for Pandora. Det giver en usikkerhed i beregningen.

Sammenlignet med beregningen ud fra DCF-modellen, så giver de to værdiansættelsesmodeller to meget forskellige aktiekurser pr. aktie. EBITDA multiple er en relativ værdiansættelsesmodel, som ikke involverer budgettering, og gør brug af begrænset informationer, hvorfor den er simpel. DCF-modellen er en absolut værdiansættelsesmodel, som gør brug af budgettering, og er mere kompleks, og kræver større kendskab til virksomheden. De to modeller er meget forskellige, hvor EBITDA multiple er meget simpel, og DCF-modellen meget kompleks, og det kan have både fordele og ulemper for værdiansættelsen. Begge modeller indeholder dog en vis form for usikkerhed i beregningen, da der er foretaget skøn og benyttet eksterne kilder til fastsættelse af variabler i beregningerne.

¹²³ Euroinvestor, Pandora kurshistorik

7. Konklusion

Pandoras økonomiske udvikling har over de sidste 5 år udviklet sig positivt. Der har været en positiv udvikling i nøgletallene fra 2014 - 2016, hvorefter der har været svingende og nedadgående nøgletal. Ligesom at virksomhedens nettoomsætning er stagnerende fra 2017 til 2018. Selvom virksomhedens nøgletal har været nedadgående har Pandora stadig præsenteret overskud og positive nøgletal. Vi har udarbejdet en regnskabsanalyse, hvor der er foretaget en analyse af Pandoras rentabilitet. Her har vi blandt andet analyseret på egenkapitalens forrentning, afkastningsgraden, aktivernes omsætningshastighed og overskudsgraden. Faldet i de forskellige nøgletal fra 2016 - 2018, skyldes flere faktorer. Blandt andet en negativ indvirkning fra valuta og investeringer i konceptbutikker har medført stigende salgs- og distributionsomkostninger. Pandora er god til at forrente deres investerede kapital, hvis vi sammenligner med markedsrenten på 2% til 3% plus risikotillæg. Pandora har en forrentning der er tocifret for hele den analyserede periode, hvilket viser, at Pandora er en rentabel virksomhed.

En analyse af udviklingen af Pandoras strategiske forhold viser, at Pandora har flere interne styrker og svagheder, mens de eksternt både har muligheder og trusler. Pandora har flere muligheder de på sigt kan udnytte og drage fordel af. Det gælder blandt andet den øgede globalisering, som mindsker handelsbarriererne og de kulturelle forskelligheder i verden, hvilket vil gøre det nemmere at indtage nye markeder. E-handlen har gennem flere år været i vækst, hvilket Pandora kan udnytte i fremtiden til at opnå en endnu stærkere position på markedet. Pandora er truet af de svingende råvarepriser på guld og sølv, da dette er de væsentligste råvarer i Pandoras produktion.

Pandora befinder sig i en branche, hvor der er hård konkurrence, på grund af de mange udbydere. Adgangsbarriererne er lave for nye indtrængere. Pandoras har en størrelse og position i branchen, som gør det svært for mindre konkurrenter at konkurrere med Pandora, da Pandora er markedsleder på nationalt niveau.

Pandoras produktgruppe, Charms, udgør over 50% af deres omsætning. Det er en styrke at Pandora har så stærkt et produkt, som har høj afsætning på alle deres markeder. Samtidig er det negativt, at Pandora er så afhængig af én produktgruppe.

Pandora skaber værdi for kunden gennem deres værdikæde. Det skabes gennem en omkostningseffektiv produktion i Thailand. Pandora har en stor kendskabsgrad, hvilket er opnået gennem en stram og konkret markedsføring af deres brand. Pandora har en vertikal integreret forretningsmodel, hvilket medfører, at de kan holde omkostningerne nede i forsyningskæden.

Der kan anvendes flere forskellige værdiansættelsesmetoder til bedømmelse af virksomhedens værdi. Vi har anvendt DCF-modellen og EBITDA multiple til at beregne Pandoras værdi pr. 31. december 2018. Ved brug af DCF-modellen har vi beregnet en værdi på kr. 792,59 pr. aktie. Ved anvendelse af EBITDA multiple modellen har vi beregnet en værdi på kr. 187,16 pr. aktie.

Aktiekursen for Pandora pr. 31. december 2018 var kr. 265,30 pr. aktie. Vores beregnede værdi pr. aktie udgør kr. 792,59 jævnfør DCF-modellen. Vi kan via denne beregning konkludere, at Pandoras aktie er undervurderet. Det skal nævnes at der er vis usikkerhed forbundet med værdiansættelsen, da beregningen er foretaget på tilbagediskontering af fremtidige pengestrømme og forventninger til fremtidig vækst. Der er en række forudsætninger som er præget af skøn. Vi har derfor udarbejdet en følsomhedsanalyse, for at teste hvor følsom de forskellige parametre er i forhold til beregningen af Pandoras værdi pr. 31. december 2018. Vi kan konkludere ud fra følsomhedsanalysen, at en ændring i udvalgte parametre vil medføre en ændring i den beregnede værdi.

Vores beregning ved anvendelse af EBITDA multiple har medført en værdi pr. aktie på kr. 187,16. Denne værdi medfører, at Pandoras aktiekurs pr. 31. december 2018 er overvurderet. Der er også usikkerhed forbundet med denne beregning, da der er anvendt en sekundær kilde til fastsættelse af EV/EBITDA.

8. Kildefortegnelse

8.1 Hjemmesider

www.borsen.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.pandoragroup.com

www.pandora.dk

www.berlingske.dk

www.thailand-portalen.dk

www.dyrbjergkern.dk

www.pilgrim.dk

www.georgjensen.com

www.euroinvestor.dk

www.skat.dk

www.dr.dk

www.statbank.dk

www.netbank.totalkredit.dk

www.reuters.com

www.tiffany.com

www.spinningjewelry.com

www.swarovski.com

Tiffany, *Tiffany Story*

Fundet på: <https://www.tiffany.com/WorldOfTiffany/TiffanyStory/Default.aspx> [Besøgt d. 17. januar 2019]

I noten: Tiffany, Tiffany Story

Spinning Jewelry, *Om Spinning Jewelry*

Fundet på: <https://www.spinningjewelry.com/om-spinning-jewelry> [Besøgt d. 17. januar 2019]

I noten: Spinning Jewelry, Om Spinning Jewelry

Swarovski, *Our Company*

Fundet på: <https://www.swarovskigroup.com/S/aboutus/OurCompany.en.html> [Besøgt d. 17. januar 2019]

I noten: Swarovski, Our Company

Pandora, *Mission and Vision*

Fundet på: <https://pandoragroup.com/en/About-Pandora/Mission-and-Vision> [Besøgt d. 14. januar 2019]

I noten: Pandora, Mission and Vision

Børsen, *Pandora virksomhedsside*

Fundet på:

<https://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/profil/isin/CPROQVRPJSVK1/pandora.html>
[Besøgt d. 14. januar 2019]

I noten: Børsen, Pandora virksomhedsside

Nasdaq, *Pandora*

Fundet på:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE77855&ISIN=DK0060252690> [Besøgt d. 3. marts 2019]

I noten: Nasdaq, Pandora

Pandora, *Om Pandora*

Fundet på: <https://dk.pandora.net/da/om-pandora/?srcName=PANDORA%20virksomheden&src=categorySearch&position=bottom>
[Besøgt d. 15. januar 2019]

I noten: Pandora, Om Pandora

Dyrberg Kern, *Om os*

Fundet på: <https://www.dyrbergkern.dk/om-os.aspx> [Besøgt d. 17. januar 2019]

I noten: Dyrberg Kern, Om os

Pilgrim, *About Pilgrim*

Fundet på: <https://www.pilgrim.dk/pages/about-pilgrim> 8 [Besøgt d. 17. januar 2019]

I noten: Pilgrim, About Pilgrim

Georg Jensen, *Om Georg Jensen*

Fundet på: <https://www.georgjensen.com/da-dk/om> [Besøgt d. 17. januar 2019]

I noten: Georg Jensen, Om Georg Jensen

Euroinvestor, *Gold historik*

Fundet på: <https://www.euroinvestor.dk/boerser/gtis-precious-metals/gold/2327121> [Besøgt d. 18. januar 2019]

I noten: Euroinvestor, Gold historik

Euroinvestor, *Silver historik*

Fundet på: <https://www.euroinvestor.dk/boerser/gtis-precious-metals/silver/2327098/historik> [Besøgt d. 18. januar 2019]

I noten: Euroinvestor, Silver historik

PandoraGroup, *About Pandora*

Fundet på: <https://pandoragroup.com/About-Pandora/Management/Executive-Management> [Besøgt d. 10. marts 2019]

I noten: PandoraGroup, About Pandora

SKAT, *DCF-modellen*

Fundet på: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813207> [Besøgt d. 27. marts 2019]

I noten: SKAT, DCF-modellen

Danmarks Statistik, *Rentesatser – statsobligation*

Fundet på:

<https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=MPK3&TabStrip=Select&PLanguage=0&FF=20> [Besøgt d. 8. april 2019]

I noten: Danmarks Statistik, Rentesatser – statsobligation

Totalkredit, *kursliste obligationslån*

Fundet på: <https://netbank.totalkredit.dk/netbank/showStockExchange.do> [Besøgt d. 8. april 2019]

I noten: Totalkredit, kursliste obligationslån

Reuters, *Pandora A/S (PNDORA.CO)*

Fundet på: <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/PNDORA.CO> [Besøgt d. 8. april 2019]

I noten: Reuters, Pandora A/S (PNDORA.CO)

Euroinvestor, *Pandora A/S kurshistorik*

Fundet på: <https://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/pandora-a-s/2632080/historik> [Besøgt d. 9. april 2019]

I noten: Euroinvestor, Pandora A/S kurshistorik

Gurufocus.com, *Pandora A/S – Enterprise Value*

Fundet på: https://www.gurufocus.com/term/ev/PNDZF/Enterprise-Value/Pandora-AS?fbclid=IwAR0l_q1RVZYiLum1jQzuBK3pTifxgd67sGCAuPZ6kNxC7z_DTVbRtBFjVYM [Besøgt d. 9. april 2019]

I noten: Gurufocus.com, Pandora A/S – Enterprise Value

8.2 Artikler

Kjelland, Noline, 2018. Børsen. *Pandora-aktie brager i vejret efter opkøbsrygter.*

Fundet på: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/369105/pandora-aktie-brager-i-vejret-efter-opkoebsrygter.html> [Besøgt d. 14. januar 2019]

I noten: Børsen, Pandora-aktie brager i vejret efter opkøbsrygter

Ritzau Finans, 2016. Børsen. *Pandora får otte års skattefritagelse i Thailand.*

Fundet på:

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/334156/pandora-faar-otte-aars-skattefritagelse-i-thailand.html> [Besøgt d. 15. januar 2019]

I noten: Børsen, Pandora får otte års skattefritagelse i Thailand

Hall, Ole, 2013. Berlingske. *Næste Pandora-fabrik kan blive uden for Thailand.*

Fundet på: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/naeste-pandora-fabrik-kan-blive-uden-for-thailand> [Besøgt d. 15. januar 2019]

I noten: Berlingske, Næste Pandora-fabrik kan blive uden for Thailand

Ritzau, 2018. Jyllands-Posten. *Thailandsk militærjunta har tilladt demokratisk valg i februar.*

Fundet på: <https://jyllands-posten.dk/international/asien/ECE11062967/thailandsk-militaerjunta-har-tilladt-demokratisk-valg-i-februar/> [Besøgt 15. januar 2019]

I noten: Jyllands-Posten, Thailandsk militærjunta har tilladt demokratisk valg i februar

Bidstrup, Søren, 2019. Børsen. *Pandora kommer i mål med forventningerne og varsler stor spareplan til 1,2 milliarder.*

Fundet på:

[https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/376341/pandora kommer i maal med forventningerne og varsler stor spareplan til 12 milliarder.html](https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/376341/pandora- kommer- i- maal- med- forv- entninger- og- varsler- stor- spareplan- til- 12- milliarder.html) [Besøgt d. 17. marts 2019]

I noten: Børsen, Pandora kommer i mål med forventningerne og varsler stor spareplan til 1,2 milliarder.

Ritzau, 2019. Euroinvestor. *Pandoraregnskab afslører sløjfede finansielle mål.*

Fundet på: <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2019/02/05/pandoraregnskab-afsloerer-sloejfede-finansielle-maal/13967976> [Besøgt d. 17. marts 2019]

I noten: Euroinvestor. Pandoraregnskab afslører sløjfede finansielle mål.

Ritzau, 2019. Euroinvestor. *Pandora udnævner ny CEO.*

Fundet på: <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2019/02/14/pandora-udnaevner-ny-ceo/13974058> [Besøgt d. 24. marts 2019]

I noten: Euroinvestor. Pandora udnævner ny CEO.

Ritzau, 2018. DR.dk. *Pandora siger farvel til topchef.*

Fundet på: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/pandora-siger-farvel-til-topchef> [Besøgt d. 28. marts 2019]

I noten: DR.dk. Pandora siger farvel til topchef.

Friis, Lasse, 2017. Berlingske. *Pandora i milliardsatsning i politisk urolige Thailand*.

Fundet på: <http://www.business.dk/detailhandel/pandora-i-milliardsatsning-i-politisk-urolige-thailand> [Besøgt d. 3. marts 2019]

I noten: Berlingske, Pandora i milliardsatsning i politisk urolige Thailand

8.3 Bøger

Sørensen, Ole: *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. 5. udg. Gjøellerup, 2017. (e-bog)

Lynggaard, Peter: *Driftøkonomi*. 7. udg. Handelshøjskolens Forlag, 2008.

Hawawini, Gabriel og Claude Viallet : *Finance for Executives*. 5. udg. Cengage Learning, 2018.

Andersen, Ib: *Den skinbarlige virkelighed*. 5. udg. Samfundslitteratur , 2013.

Schack, Bent: *Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse*. 4. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2009.

Lægaard, Jørgen og Mikael Vest: *Strategi i vindervirksomheder*. 6. udg. Jyllands-Postens Forlag, 2016. (e-bog)

8.4 Årsrapporter

Årsrapport 2013 - Pandora A/S

Årsrapport 2014 - Pandora A/S

Årsrapport 2015 - Pandora A/S

Årsrapport 2016 - Pandora A/S

Årsrapport 2017 - Pandora A/S

Årsrapport 2018 - Pandora A/S

8.5 Rapporter/publikationer

Pablo Fernandez, Vitaly Pershin and Isabel F.Acin: *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 41 countries in 2017: a survey* - Besøgt d. 8. april 2019

(<http://www.valumonics.com/wp-content/uploads/2017/06/Discount-rate-Pablo-Fern%C3%A1ndez.pdf>)

PwC: *Prisfastsættelsen på aktiemarkedet*. Besøgt d. 8. april 2019

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

Pandora: *Prospekt*. Besøgt d. 24. marts 2019

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

10. Bilag

Bilag 1 – Resultatopgørelse

Resultatopgørelse							
mio. kr.		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætning		9.010,0	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Vareforbrug (Cost of goods sold)		2.970,0	3.470,0	4.469,0	4.980,0	5.709,0	5.723,0
Salgs- og administrationsomk.		3.159,0	4.178,0	6.054,0	7.583,0	8.855,0	10.059,0
Afskrivninger		200,0	222,0	400,0	314,0	433,0	593,0
Renteindtægter		167,0	14,0	84,0	328,0	198,0	533,0
Renteomkostninger		106,0	214,0	553,0	82,0	315,0	382,0
Resultat før skat		2.742,0	3.872,0	5.345,0	7.650,0	7.667,0	6.582,0
Skat		522,0	774,0	1.671,0	1.625,0	1.899,0	1.537,0
Resultat efter skat		2.220,0	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0
Payout ratio		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udbytte		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Overført resultat		2.220,0	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0

Bilag 2 – Balance

Balance							
mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
-Bygninger	189,0	229,0	261,0	324,0	648,0	620,0	842,0
-Driftsmidler	283,0	268,0	450,0	913,0	1.119,0	1.704,0	1.792,0
-Øvrige anlægsaktiver	4.703,0	4.941,0	5.365,0	6.487,0	6.962,0	8.172,0	9.151,0
Anlægsaktiver i alt	5.175,0	5.438,0	6.076,0	7.724,0	8.729,0	10.496,0	11.785,0
-Likvider	341,0	686,0	1.131,0	889,0	897,0	993,0	1.387,0
-Varedebitorer	940,0	895,0	1.684,0	1.360,0	1.673,0	1.954,0	1.650,0
-Lagre	1.318,0	1.490,0	1.110,0	2.357,0	2.729,0	2.729,0	3.158,0
-Øvrige omsætningsaktiver	640,0	766,0	555,0	981,0	1.057,0	1.256,0	1.264,0
Omsætningsaktiver i alt	3.239,0	3.837,0	4.480,0	5.587,0	6.356,0	6.932,0	7.459,0
Aktiver i alt	8.414,0	9.275,0	10.556,0	13.311,0	15.085,0	17.428,0	19.244,0
Egenkapital	6.038,0	6.462,0	7.032,0	6.139,0	6.794,0	6.514,0	6.419,0
Langfristet gæld	712,0	509,0	491,0	3.090,0	3.895,0	6.415,0	7.333,0
-Kortfristet bankgæld	1.445,0	1.765,0	2.229,0	2.753,0	2.774,0	2.793,0	3.453,0
-Varekreditorer	219,0	539,0	804,0	1.329,0	1.622,0	1.706,0	2.039,0
Kortfristet gæld i alt	1.664,0	2.304,0	3.033,0	4.082,0	4.396,0	4.499,0	5.492,0
Passiver i alt	8.414,0	9.275,0	10.556,0	13.311,0	15.085,0	17.428,0	19.244,0

Bilag 3 – Managerial Balance Sheet

Managerial balance sheet					
mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018
Likvider	1.131,0	889,0	897,0	993,0	1.387,0
Arbejdskapital	2.545,0	3.369,0	3.837,0	4.233,0	4.033,0
Anlægsaktiver	6.076,0	7.724,0	8.729,0	10.496,0	11.785,0
Invested capital	9.752,0	11.982,0	13.463,0	15.722,0	17.205,0
Kortfristet gæld (rente)	2.229,0	2.753,0	2.774,0	2.793,0	3.453,0
Langfristet gæld	491,0	3.090,0	3.895,0	6.415,0	7.333,0
Egenkapital	7.032,0	6.139,0	6.794,0	6.514,0	6.419,0
Capital employed	9.752,0	11.982,0	13.463,0	15.722,0	17.205,0

Bilag 4 – Resultatopgørelse til analyseformål

Resultatopgørelse til analyseformål					
mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætning	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Variable omk	3.470,0	4.469,0	4.980,0	5.709,0	5.723,0
Dækningsbidrag	8.472,0	12.268,0	15.301,0	17.072,0	17.083,0
Kapacitetsomkostninger	4.178,0	6.054,0	7.583,0	8.855,0	10.059,0
EBITDA	4.294,0	6.214,0	7.718,0	8.217,0	7.024,0
Afskrivninger	222,0	400,0	314,0	433,0	593,0
EBIT	4.072,0	5.814,0	7.404,0	7.784,0	6.431,0
Renter	200,0	469,0	-246,0	117,0	-151,0
EBT	3.872,0	5.345,0	7.650,0	7.667,0	6.582,0
Skat	774,0	1.671,0	1.625,0	1.899,0	1.537,0
EAT	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0

Det frie cash flow=	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT*(1-tax)	3.074,4	4.447,7	5.775,1	6.071,5	5.016,2
+afskrivninger	222,0	400,0	314,0	433,0	593,0
-ændring i arbejdskap.	-67,0	824,0	468,0	396,0	-200,0
-netto investeringer	860,0	2.048,0	1.319,0	2.200,0	1.882,0
=	2.503,4	1.975,7	4.302,1	3.908,5	3.927,2

Nettoinvesteringer=					
Anlægsaktiver (slut)	6.076,0	7.724,0	8.729,0	10.496,0	11.785,0
-Anlægsaktiver (start)	5.438,0	6.076,0	7.724,0	8.729,0	10.496,0
+Afskrivninger	222,0	400,0	314,0	433,0	593,0
=	860,0	2.048,0	1.319,0	2.200,0	1.882,0

Bilag 5 – Samlet pengestrømsopgørelse med det frie cash flow

Samlet pengestrømsopgørelse m frit cash flow					
mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT*(1-tax)	3.074,4	4.447,7	5.775,1	6.071,5	5.016,2
+afskrivninger	222,0	400,0	314,0	433,0	593,0
-ændring i arbejdskap.	-67,0	824,0	468,0	396,0	-200,0
Cash flow fra drift	3.363,4	4.023,7	5.621,1	6.108,5	5.809,2
-netto investeringer	860,0	2.048,0	1.319,0	2.200,0	1.882,0
Frit cash flow	2.503,4	1.975,7	4.302,1	3.908,5	3.927,2
Ændring i kort gæld	464,0	524,0	21,0	19,0	660,0
Ændring i lang gæld	-18,0	2.599,0	805,0	2.520,0	918,0
Renter efter skat	166,9	431,3	64,0	245,7	298,0
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiering i alt	279,1	2.691,7	762,0	2.293,3	1.280,0
Kasse primo	686,0	1.131,0	889,0	897,0	993,0
Ændringer (FCF+finansiering)	2.782,4	4.667,4	5.064,2	6.201,8	5.207,2
Øvrige reguleringer	-2.782,4	-4.667,4	-5.064,2	-6.201,8	-5.207,2
Kasse ultimo	1.131,0	889,0	897,0	993,0	1.387,0

Bilag 6 – Nøgletal

Diverse nøgletal					
	2014	2015	2016	2017	2018
ROE (egenkapitalens forrentning)	45,9%	55,8%	93,2%	86,7%	78,0%
ROIC (afkastningsgrad)	44,1%	53,5%	58,2%	53,3%	39,1%
Capital turnover (aktivernes omsætningsgrad)	1,29	1,54	1,59	1,56	1,39
Operating profit Margin (overskudsgrad)	34,1%	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%
Financial cost ratio	0,95	0,92	1,03	0,98	1,02
Financial structure ratio	1,37	1,65	1,97	2,19	2,55
Fin lev multiplier (Finansiell Gearing)	1,30	1,52	2,03	2,16	2,61
EBIT% (resultat før renter og skat)	34,1%	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%
Tax effect ratio	0,80	0,69	0,79	0,75	0,77
Finansieringen:	2014	2015	2016	2017	2018
NLF (net long term financing)	1.447,00	1.505,00	1.960,00	2.433,00	1.967,00
NSF (net short term financing)	1.098,00	1.864,00	1.877,00	1.800,00	2.066,00
SGR	47,9%	52,2%	98,1%	84,9%	77,4%

Bilag 7 – Beregning af nøgletal

Udregning af ROE					
År	2014	2015	2016	2017	2018
ROE					
EAT	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0
Gns. egenkapital	6.747,0	6.585,5	6.466,5	6.654,0	6.466,5
Total	45,9%	55,8%	93,2%	86,7%	78,0%
Udregning af ROIC					
År	2014	2015	2016	2017	2018
ROIC					
EBIT	4.072,0	5.814,0	7.404,0	7.784,0	6.431,0
Invested Capital	9.244,0	10.867,0	12.722,5	14.592,5	16.463,5
Total	44,1%	53,5%	58,2%	53,3%	39,1%
Udregning af Capital turnover					
År	2014	2015	2016	2017	2018
Capital turnover					
Nettoomsætning	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Invested capital	9.244,0	10.867,0	12.722,5	14.592,5	16.463,5
Total	1,29	1,54	1,59	1,56	1,39
Udregning af Operating Profit Margin					
År	2014	2015	2016	2017	2018
Operating Profit Margin					
EBIT	4.072,0	5.814,0	7.404,0	7.784,0	6.431,0
Nettoomsætning	11.942,0	16.737,0	20.281,0	22.781,0	22.806,0
Total	34,10%	34,74%	36,51%	34,17%	28,20%
Udregning af finansiell gearing					
	2014	2015	2016	2017	2018
Finansiell gearing					
Financial cost ratio	0,95	0,92	1,03	0,98	1,02
Financial structure ratio	1,37	1,65	1,97	2,19	2,55
Fin lev multiplier (Finansiell Gearir)	1,30	1,52	2,03	2,16	2,61
Udregning af Tax Effect ratio					
År	2014	2015	2016	2017	2018
Tax Effect ratio					
EBT	3.872,0	5.345,0	7.650,0	7.667,0	6.582,0
EAT	3.098,0	3.674,0	6.025,0	5.768,0	5.045,0
Total	0,80	0,69	0,79	0,75	0,77

Bilag 8 – Budgettering

Budgetforudsætninger					Budgetperiode				
DKK mio.			2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Omsætning			22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673
Omsætning - vækst			11%	0%	-5%	0%	4%	3%	2%
COGS			5.709	5.723	5.416	5.417	5.633	5.802	5.918
COGS i % af omsætning			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Kapacitetsomkostninger			8.855	10.059	9.750	8.666	8.562	8.355	8.285
Kapacitetsomk. i % af omsætning			39%	44%	45%	40%	38%	36%	35%
Afskrivninger			433	593	600	620	640	653	671
Skat			25%	23%	23%	23%	22%	22%	22%
Investeringer			2.200	1.882	1.500	1.560	1.622	1.671	1.721
Anlægsaktiver			10.496	11.785	12.685	13.625	14.607	15.625	16.676
EBIT			7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798
OG			34,17%	28,20%	27,23%	32,14%	34,16%	36,19%	37,17%
WCR i procent af omsætning			19%	18%	13%	13%	17%	20%	22%
WCR			4.233	4.033	2.748	2.748	3.759	4.568	5.133
Delta WCR			396	-200	-1.285	0	1.011	809	565

Bilag 9 – Udvikling i finansielle værdidrivere

Udvikling i omsætningen			Budgetperiode					
DKK mio.	2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Omsætning	22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673	
Vækst i omsætning	10,97%	0,11%	-5,00%	0,00%	4,00%	3,00%	2,00%	
Udvikling i aktivernes omsætningshastighed (capital turnover)			Budgetperiode					
DKK mio.	2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Omsætning	22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673	
Invested capital	15.722	17.205	16.820	17.760	19.754	21.581	23.196	
- Likvider	993	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	
- Anlægsaktiver	10.496	11.785	12.685	13.625	14.607	15.625	16.676	
- Arbejdskapital (WCR)	4.233	4.033	2.748	2.748	3.759	4.568	5.133	
Aktivernes omsætningshastighed	1,56	1,39	1,27	1,25	1,20	1,12	1,06	
Udvikling i overskudsgraden (operating profit margin)			Budgetperiode					
DKK mio.	2017R	2018R	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	
Omsætning	22.781	22.806	21.666	21.666	22.533	23.209	23.673	
EBIT	7.784	6.431	5.900	6.963	7.697	8.398	8.798	
Overskudsgraden	34,17%	28,20%	27,23%	32,14%	34,16%	36,19%	37,17%	

Bilag 10 – Beregning af WACC, terminalværdi samt det frie cash flow

Beregning af WACC									
Skattesats	0,22								
Levered beta	0,77								
Gns gældsrente	3,54%								
EK andel	0,63								
Gældsandel	0,37								
risikofri rente	3,50%								
Markedspræmie	7,50%								
WACC	6,86%								

Beregning af det frie cashflow		2017R		2018R		2019F		2020F		2021F		2022F		2023F	
mio. kr.															
Omsætning			22.781		22.806		21.666		21.666		22.533		23.209		23.673
Vareforbrug (Cost of goods sold)			5.709		5.723		5.416		5.417		5.633		5.802		5.918
Kapacitetsomkostninger			8.855		10.059		9.750		8.666		8.562		8.355		8.285
Afskrivninger			433		593		600		620		640		653		671
EBIT			7.784		6.431		5.900		6.963		7.697		8.398		8.798
EBIT*(1-Tax)			5.856		4.929		4.572		5.396		6.004		6.551		6.863
+depreciation			433		593		600		620		640		653		671
-delta WCR			-396		200		1.285		0		-1.011		-809		-565
- net capital expenditure			-2.200		-1.882		-1.500		-1.560		-1.622		-1.671		-1.721
Free cash flow (CFA)			3.693		3.840		4.957		4.456		4.010		4.724		5.248
Terminalværdi													107.865		

Vækst i terminalperiode	2,00%														
WACC	6,86%														

Bilag 11 – Værdiansættelse efter DCF metoden

Beregning af Enterprise Value og Equity Value efter DCF-modellen		
<i>mio. kr.</i>		
NPV af cash flow 2019-2023		19.213,82
NPV af terminalværdi		77.393,42
NPV i alt (enterprise value)		96.607,24
+ likvider		1.387,00
- gæld		-10.786,00
Værdi af egenkapitalen		87.208,24
Værdi af egenkapitalen		87.208,24
Antal aktier		110,03
Værdi pr. aktie (DKK)		792,59

Bilag 12 – Værdiansættelse efter EBITDA multiple

Beregning af Equity Value efter EBITDA multipel		
<i>mio. kr.</i>		
EV/EBITDA		4,27
EBITDA 2018		7.024,00
EV		29.992,48
+ likvider		1.387,00
- gæld		-10.786,00
Værdi af egenkapitalen		20.593,48
Værdi af egenkapitalen		20.593,48
Antal aktier		110,03
Værdi pr. aktie (DKK)		187,16
værdi pr. aktie jf. aktiemarkedet pr. 31/12-18		265,3

Bilag 13 – Følsomhedsanalyse

		WACC (6,86%)						
		4,00%	5,00%	6,00%	6,86%	7,00%	8,00%	9,00%
Terminalvækst (2%)	0,5%	1.223,62	928,79	741,34	626,83	611,70	516,74	444,22
	1,0%	1.410,29	1.032,59	806,14	672,66	655,29	547,65	467,01
	1,5%	1.671,61	1.166,05	885,33	727,04	706,81	583,32	492,84
	2,0%	2.063,61	1.343,99	984,33	792,59	768,64	624,94	522,36
	2,5%	2.716,93	1.593,11	1.111,61	873,17	844,20	674,11	556,42
	3,0%	4.023,58	1.966,79	1.281,31	974,59	938,66	733,13	596,16
	3,5%	7.943,51	2.589,59	1.518,90	1.106,15	1.060,10	805,26	643,13

Skatteprocent	EQ Value
21,00%	790,21
22,00%	792,59
23,00%	794,99
24,00%	797,39
25,00%	799,81
26,00%	802,24