

VÆRDIANSÆTTELSE AF PANDORA A/S



HD 2. DEL – REGNSKAB OG ØKONOMISTYRING

AFGANGSPROJEKT 2020

AALBORG UNIVERSITET

GRUPPENUMMER: 20

FORFATTER: Monica Marie Bloch-Nielsen

Studienummer: 31902016

VEJLEDER: Jens Henrik Riis Andersen

AFLEVERINGSDATO: Maj 2020

ANTAL TEGN: 158.305

Indholdsfortegnelse

1. Abstract.....	5
2. Indledning.....	6
2.1 Problemfelt.....	7
2.2 Problemformulering.....	8
2.3 Afgrænsning.....	8
2.4 Metode.....	9
2.5 Kildekritik.....	10
2.6 Struktur.....	11
3. Præsentation af selskab.....	13
3.1 Virksomhedsbeskrivelse.....	13
3.2 Historie.....	14
3.3 Produktmix	15
3.4 Markeder	16
3.5 Delkonklusion.....	18
4. Regnskabsanalyse	18
4.2 Validitet og sammenlignelighed	19
4.3 Reformulering	20
4.3.1 Reformulering af resultatopgørelsen	21
4.3.2 Reformulering af balancen	21
4.3 Rentabilitetsanalyse	23
4.4 Nøgletal	24
4.5 Delkonklusion.....	27
5. Strategisk analyse.....	29
5.1 Eksterne analyser.....	29
5.1.1 Konkurrencesituationen	29
5.1.2 Branchens omverden.....	36
5.1.4 Delkonklusion eksterne analyser.....	44
5.2 Interne analyser	44
5.2.1 Produktanalyse	45
5.2.2 Vækststrategi	49
5.2.3 Værdikæde	52
5.2.4 Konkurrencestrategi	59
5.2.5 Delkonklusion interne analyser	61
6. Opsamling SWOT.....	61
6.1 Stærke sider	62
6.1.1 Regnskabsmæssigt overskud	62
6.1.2 Produktion i Thailand	63
6.1.3 Kendt brand med mange års erfaringer.....	63

6.1.4 Charms	63
6.2 Svage sider	63
6.2.1 Udvikling i omsætningen.....	64
6.2.2 Charms	64
6.2.3 Forværring af nøgletal i 2019	64
6.3 Muligheder	64
6.3.1 Produktudvikling.....	65
6.3.2 E-handel/onlinehandel	65
6.3.3 Øget markedsføring.....	65
6.4 Trusler.....	65
6.4.1 COVID-19	65
6.4.2 Substituerende produkter	66
6.4.3 Lavkonjunkturer	66
6.4.4 Produktion i Thailand (politiske uroligheder)	66
6.5 Kritik.....	67
6.5 Delkonklusion.....	67
7. TOWS	67
7.1 Initiativer at udnytte	68
7.2 Initiativer til forbedring af kompetencer	69
7.3 Initiativer at forbedre.....	69
7.4 Initiativer at undgå	70
7.5 Delkonklusion.....	70
8. Budgettering.....	71
8.1 Budgetperiode	71
8.2 Driftsaktiviteten	72
8.2.1 Vækstrate for omsætningen.....	72
8.2.2 Aktivernes omsætningshastighed	73
8.2.3 Overskudsgraden.....	74
8.2.4 Effekten af skat	75
8.3 Det frie cash flow.....	75
8.4 Beregning af WACC	76
8.4.1 Aktionærernes afkastkrav	77
8.4.2 Afkast til gæld	81
8.4.3 Kapitalstruktur	81
8.4.4 WACC	82
8.4.5 Terminalværdi	83
9. Værdiansættelse	84
9.1 Værdiansættelsesmetoder	85
9.1.1 DCF-modellen	86
9.1.2 Værdiansættelse ved brug af 'comparables'	87
9.2 Opsamling værdiansættelse	90
9.2.1 Værdiansættelsesmetode.....	91
9.2.2 Følsomhedsanalyse	92

10. Konklusion	94
11. Litteraturliste.....	97
Artikler	97
Bøger.....	97
Hjemmesider.....	98
Årsrapporter.....	101
12. Bilag.....	102
Bilag 1 – Reformuleret resultatopgørelse	102
Bilag 2 – Reformuleret balance (managerial balance sheet).....	102
Bilag 3 – Antal anslag	102

1. Abstract

In this assignment the international jewellery manufacturing company Pandora A/S is the chosen topic. The company is successful and is a well-known large international company, whom operates in many different countries. Pandora was listed on the stock exchange in 2010. Listed price DKK 263 per share. The stock price has fluctuated since the stock listing in 2010. As of 31th December 2019 the share price was DKK 289.80.

The main purpose of this assignment is to estimate the stock value as of 31th December 2019. I will compare the conclusion of this assignment against the current stock price at the same date to validate if the value is over- or undervalued.

In order to reach a conclusion this assignment will lead the reader through different steps.

First step will be compiling a financial analysis from 2015 to 2019. This analysis is based on 'The Drivers of Return on Equity', which means that the balance is converted into a managerial balance sheet. This sheet will be used when the budget is going to be prepared. The financial analysis shows that Pandora's bottom line has been reduced during the last few years. Furthermore, Pandora's key figures have been deteriorated during the period of analysis.

Next step is compiling a strategic analysis. Both internal and external factors will be included in the strategic analysis. The strategic analysis contains theories: PESTEL, Porters Five Forces, PLC, Boston, growth analysis, value chain analysis and competitive strategy analysis. These analysis shows Pandora's strategic position. The financial and strategic analysis is actually a historical analysis.

To clarify the most important strengths, weaknesses, opportunities and threats in relation to Pandora's success I have used the SWOT-analysis. These spots will be combined in a TOWS-analysis. The TOWS-model is prepared to find the company's development opportunities. Especially the product category 'charms' needs attention. 'Charms' is the bestselling product category in Pandora's product portfolio. However, 'charms' in 2019 accounted for 52% of the overall sales the product category is in a falling sales curve. Furthermore, the COVID-19 pandemic is a big threat to Pandora.

The financial analysis and the strategic analysis will form the foundation of the budget. The budget period is determined for five years. The budget has been prepared in order to determine the indication of valuation. The indication of valuation was based on two different valuation methods: DCF-model and EV/EBITDA. In the assignment you will find an argumentation that the most true and fair model to do the indication of value of Pandora is the DCF-model.

According to the DCF-model the value of Pandora as of 31th December 2019 has a calculated value of DKK 985.60 per share.

The conclusion is that Pandora's stock price as of 31th December 2019 DKK 289.80 was underestimated compared to the calculated value.

2. Indledning

Det er valgt at afgangsprojektet på HD i regnskab og økonomistyring skal omhandle værdiansættelse. Aktiemarkedet er generelt præget af svingende aktiekurser, hvilket også gør sig gældende for Pandora A/S (herefter benævnt Pandora). Det er interessant at kigge på Pandora, da det er en stor international virksomhed med svingende aktiekurser.

Pandora er en smykkevirksomhed, som sælger og producerer smykker. Selskabet har en betydelig markedsplacering, da de opererer i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter¹. Pandora har en interessant produktportefølje, hvor selskabet særligt er kendt for sine 'charms', som er selskabets bedst sælgende produktgruppe. Produktkategorien har dog en nedadgående omsætningskurve. Det er derfor relevant at vurdere, hvordan Pandora står både strategisk og økonomisk i fremtiden. Endvidere har der været udskiftning på Pandoras topposter de seneste år, hvilket også er interessant i forhold til den strategiske analyse. Senest har Pandora skiftet CEO i april 2019.

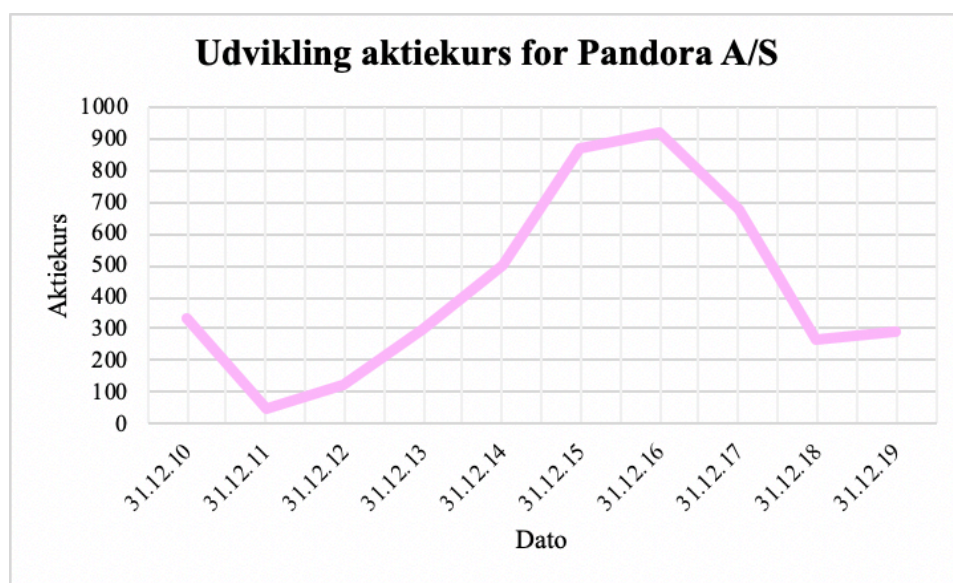
Det overordnede formål med denne opgave er at værdiansætte Pandora. Til slut vil den beregnede værdi blive sammenlignet med aktiekursen på markedet den 31. december 2019. Dette sker for at

¹ Pandora A/S.- Årsrapport 2019, side 37

vurdere hvorvidt, at Pandoras aktiekurs var over- eller undervurderet i forhold til den beregnede værdi.

2.1 Problemfelt

Pandora blev børsnoteret i 2010 med en aktiekurs på 263 kr. pr. aktie. Aktiekursen for Pandora har været svingende gennem tiden. Den 31. december 2019 var Pandoras aktiekurs 289,80 kr. pr. stk.². For at belyse Pandoras svingende aktiekurs er der nedenfor udarbejdet en graf, som illustrerer kursens svingninger de seneste 10 år.



Figur 1 – Kilde: egen udvikling med tal fra Danske Bank (Euroinvestor.dk)

Pandoras aktiekurs har været svingende siden Pandoras børsnotering i 2010. Først oplevede aktien et markant fald, hvorefter den steg proportionelt frem til 2016. Herefter faldt kursværdien eksponentielt frem til 2018, hvorefter kursen har været svagt stigende frem til 2019. Det er derfor spændende at undersøge, hvorvidt Pandoras aktiekurs pr. 31. december 2019 er retvisende for Pandoras reelle værdi.

² Euroinvestor, Pandora A/S kursudvikling

2.2 Problemformulering

Hvad er aktiekursen for PANDORA A/S pr. 31. december 2019, og hvordan er denne i forhold til den beregnede værdi?

Når et selskab skal værdiansættes, kræver det en stor indsigt i selskabet. For at kunne besvare problemformuleringen er der opstillet nogle underspørgsmål, som skal lede projektet i den rigtige retning. Underspørgsmålene lyder som følger:

1. Hvordan har Pandora økonomisk set udviklet sig de sidste 5 år (2015-2019)?
2. Hvilke interne og eksterne strategifaktorer påvirker Pandora?
3. Hvordan forventes Pandora fremadrettet at udvikle sig?
4. Hvad kan Pandoras aktiekurs beregnes til?

Det er nødvendigt at besvare de forskellige underspørgsmål for at opnå viden til at besvare den overordnede problemformulering.

2.3 Afgrænsning

Projektet afgrænses fra informationer udgivet efter den 1. april 2020. Dette betyder, at ny viden efter denne dag ikke vil indgå projektet. I tilfælde af at der fremkommer ny relevant viden efter denne dato, vil dette blive medtaget til den mundtlige eksamen.

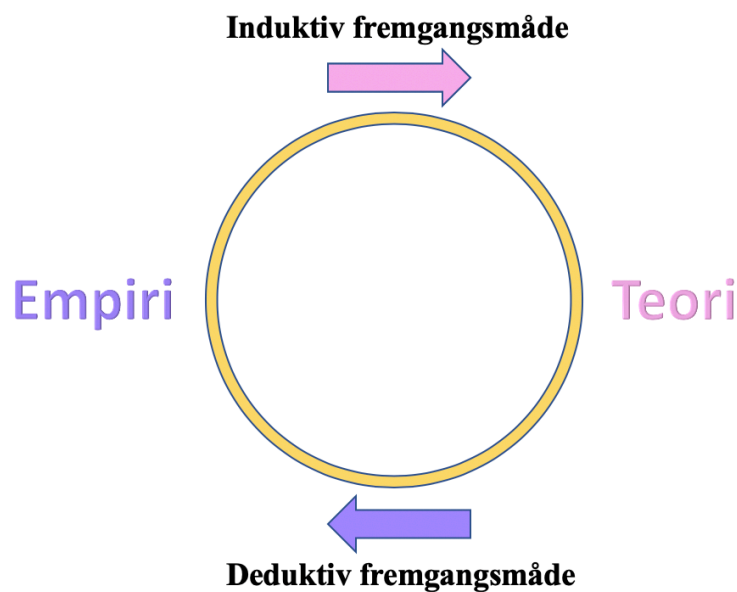
Det har ikke været muligt at indhente primær internt materiale fra Pandora. Det betyder, at informationsindsamlingen er bestående af sekundære interne og eksterne kilder som f.eks. artikler, godkendte årsrapporter samt information fra Pandoras hjemmeside.

Til regnskabsanalysen er de seneste 5 årsrapporter anvendt (2015, 2016, 2017, 2018 og 2019). Der afgrænses i opgaven fra tidligere årsrapporter.

2.4 Metode

Dette afsnit vil indeholde en beskrivelse af hvilke videnskabelige metoder, som er anvendt til besvarelsen af problemformuleringen.

Når der tales om et produktionsforløb af viden, skelnes der overordnet mellem to analysemetoder: induktiv og deduktiv metode. Neden for er metodernes fremgangsmåde illustreret:



Figur 2 - Induktiv og deduktiv metode – kilde: egen udvikling med inspiration fra "Social Research Methods", side 23

Det ses, at den induktive fremgangsmåde tager udgangspunkt i empirien, hvorefter den kobler relevant teori på. Den deduktive fremgangsmåde tager derimod udgangspunkt i teorien, som den anvender på empirien³. Derfor er den induktive tilgang datastyret, mens den deduktive tilgang er teoristyret.

Dette projekt arbejder deduktivt, da det er teorierne, som har styret projektet. Der blev fra start udvalgt de modeller, som blev vurderet mest hensigtsmæssige. På baggrund af disse modeller har opgaven taget afsæt. Dermed er de valgte metoder koblet på den indsamlede empiri.

³ Bryman, 2016, side 21

Samfundsvidenskaben skelner endvidere mellem to former for metoder: kvalitativ og kvantitativ. Den kvalitative metode anvendes til at opnå en dybere forståelse af det problem, som undersøges. Metoden forsøger at forstå i forhold til at forklare. Den søger nuanceret information og der arbejdes med ord frem for tal⁴. Den kvantitative metode søger at årsagsforklare de fænomener, som undersøges. Metoden indebærer matematik og statistik, og der er forholdsvis klare rammer for fremgangsmåden, når undersøgelsen skal gennemføres⁵. Den kvalitative metode arbejder dermed med bløde data, hvorimod den kvantitative metode arbejder med hårde data.

Der er i opgaven anvendt både kvalitative og kvantitative data. De kvalitative data kommer fra f.eks. artikler og Pandoras hjemmeside, mens de kvantitative data kommer fra Pandoras årsrapporter og statistikker. Der er forskel på, om kilderne er primære eller sekundære. De primære kilder bidrager med ny viden, mens de sekundære kilder genfortæller viden. Der arbejdes med sekundære data i projektet, da der er tale om viden, som genfortælles.

Problemformuleringen arbejder med to spørgsmål: ”hvad” og ”hvordan”. ”Hvad” relaterer sig til det beskrivende niveau, hvorimod ”hvordan” relaterer sig til det problemløsende niveau. Der er dele af både beskrivende samt identifikation til at finde en løsning til problemformulering. Underspørgsmålene til problemformuleringen sikrer, at opgaven opererer på alle de taksonomiske niveauer.

2.5 Kildekritik

Dette afsnit indeholder en gennemgang af kildekritik i forhold til projektet. Rapporten arbejder med indsamlet empiri. For at besvare problemformuleringen på bedst mulig vis, er kilderne vurderet i forhold til deres troværdighed.

Information fra Pandoras egen hjemmeside og årsrapporter kan give et subjektivt billede af selskabet, hvilket er en svaghed for opgaven. For at sikre, at informationerne er korrekte, vil eksterne kilder blive inddraget for at vurdere, hvorvidt oplysningerne fra Pandora er korrekte.

⁴ Kvale & Brinkmann, 2014, side 51

⁵ Andersen, 2013, side 3

Artiklerne i projektet er nøje udvalgt og vurderet i forhold til pålidelighed og troværdighed. Det er vigtigt, at de ikke bærer præg af subjektive holdninger. Dermed sikres objektiviteten.

Da der udelukkende er anvendt sekundære data i projektet, er det været nødvendigt at være ekstra opmærksomme på kilderne. Kildernes kvalitet er kontrolleret i Google Scholar ved at teste samtlige forfattere med citeringer.

2.6 Struktur

Til besvarelse af problemformuleringen er der i dette afsnit udarbejdet en model, som illustrerer rapportens struktur. Nedenstående skal give et overblik over opgaven:



Figur 3 - Projektets struktur – kilde: egen udvikling

Illustrationen viser, at projektet først indeholder et abstract. Herefter kommer projektets indledning, som leder op til afsnit 3 - en beskrivelse af Pandora.

I afsnit 4 foretages en regnskabsanalyse af de seneste fem år. Dette sker på baggrund af de godkendte årsrapporter for perioden. Regnskabsanalysen skal skabe en forståelse af Pandoras økonomiske udvikling i perioden. Dermed skal afsnit 4 bidrage til besvarelse af underspørgsmål 1: ” Hvordan har Pandora økonomisk set udviklet sig de sidste 5 år (2015-2019)?”.

Efterfølgende indeholder afsnit 5 en strategisk analyse af Pandora, hvor både interne og eksterne faktorer analyseres. De eksterne analyser skal vise Pandoras muligheder og trusler, mens de interne analyser skal belyse selskabets stærke og svage sider. Dette afsnit indeholder en besvarelse af underspørgsmål 2: ”Hvilke interne og eksterne strategifaktorer påvirker Pandora?”.

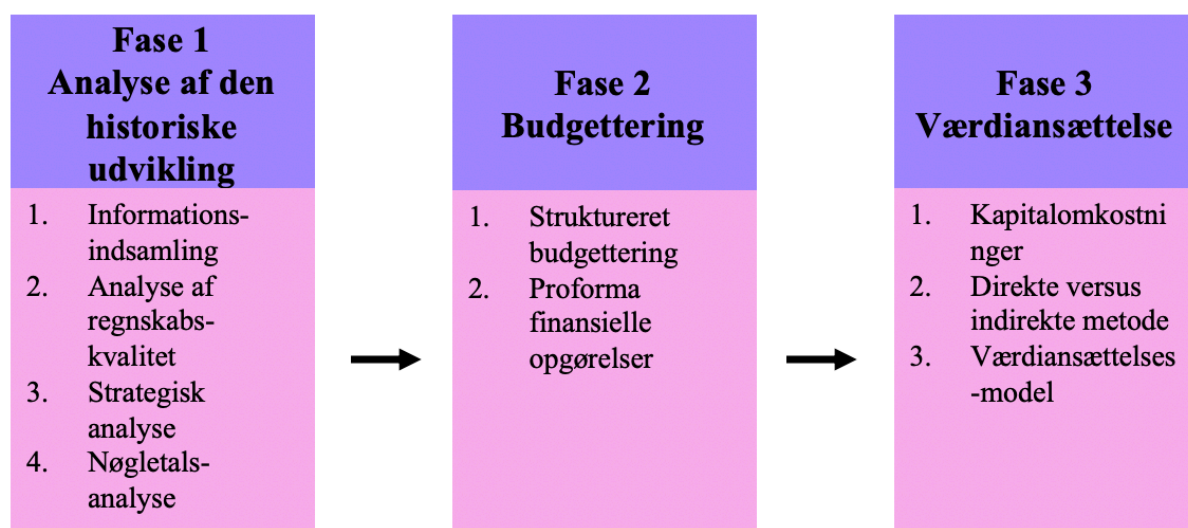
I afsnit 6 bliver en opsamling af de historiske analyser foretaget i en SWOT. SWOT-analysen vil efterfølgende blive anvendt til en TOWS-analyse (afsnit 7).

Det analysearbejde som er foretaget frem til afsnit 8 skal anvendes i dette afsnit til budgettering. Budgetteringen skal anvendes til at værdiansætte Pandora. Derfor besvares underspørgsmål 3 i afsnit 8: ”Hvordan forventes Pandora fremadrettet at udvikle sig?”.

Værdiansættelsen bliver udført i afsnit 9 ved brug af to forskellige værdiansættelsesmetoder. Afsnittet indeholder derfor besvarelsen af underspørgsmål 4: ” Hvad kan Pandoras aktiekurs beregnes til?”. Den beregnede aktiekurs vil blive sammenholdt med aktiekursen på markedet for Pandora ultimo 2019.

I afsnit 10 vil opgavens konklusion være at finde. Her vil de vigtigste pointer fra rapporten blive sammenfattet og den overordnede problemformulering besvaret.

Strukturen er udarbejdet på baggrund af referencerammen for værdiansættelse. En værdiansættelsesproces kan nedbrydes i tre adskilte faser. Disse faser kan ses i nedenstående figur:



Figur 4 - Referenceramme for værdiansættelse – kilde: egen udvikling med inspiration fra ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, side 18

Fase 1 indebærer besvarelse af underspørgsmål 1 og 2, mens fase 2 indebærer behandling af underspørgsmål 3. Den sidste fase (tre) besvarer underspørgsmål 4.

3. Præsentation af selskab

I dette afsnit vil rapportens omdrejningspunkt, Pandora, blive beskrevet. Ener som Pandoras historie, produktmix samt markeder vil blive beskrevet.

3.1 Virksomhedsbeskrivelse

Pandora beskriver sig selv således:

”Pandora designs, manufactures and markets hand-finished and contemporary jewellery made from high-quality materials at affordable prices”⁶

⁶ Pandora.com, About

Oversat beskriver Pandora sig selv, som værende et selskab som designer, fremstiller og markedsfører håndlavede og moderne smykker af højkvalitets materiale til overkommelige priser.

Pandora sælger sine smykker i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter. Selskabets hovedkvarter ligger i København, men selskabet beskæftiger mere end 28.000 mennesker⁷ verden over. Mere end 11.500 af de ansatte er placeret i Thailand, hvor Pandoras produktion er placeret⁸.

3.2 Historie

Pandoras historie startede i 1982, hvor selskabet blev stiftet. Pandora var tænkt som en lille juvelforretning, hvis formål var at sælge importerede smykker. Efter flere succesrige år som grossister, blev detailaktiviteterne afbrudt i 1987. Selskabet flyttede i større lokaler og fik den første interne designer med i firmaet. Herefter fik Pandora fokus på at skabe sine egne unikke smykker, hvilket kulminerede i 1989, hvor selskabet begyndte at fremstille sine egne smykker i Thailand⁹.

Fra år 2000-2011 opbyggede Pandora sin internationale tilstedeværelse. I 2000 landerede Pandora sit koncept 'charms' på det danske marked, hvilket blev en succes. Det medførte en stigende efterspørgsel, og derefter begyndte Pandora at ekspandere internationalt og gik ind på markeder, som f.eks. USA i 2003 (i dag selskabets største marked). I 2004 kom Tyskland og Australien også på Pandoras markedsliste¹⁰.

I 2005 udvidede Pandora i Thailand, Gemopolis. Her investerede de i et stort produktionsanlæg. Pandora har løbende udvidet deres aktiviteter, hvilket senest er gjort i 2017, hvor selskabet udvidede med en produktionsfabrik i det nordlige Thailand, og igen i 2018 med et "Triple A-anlæg" mere i Gemopolis¹¹.

I 2008 købte Axcel 60% af Pandora og i 2010 blev selskabet børsnoteret¹².

⁷ Pandora A/S.- Årsrapport 2019, side 37

⁸ Pandora.com, The Pandora Story

⁹ Pandora.com, The Pandora Story

¹⁰ Pandora.com, The Pandora Story

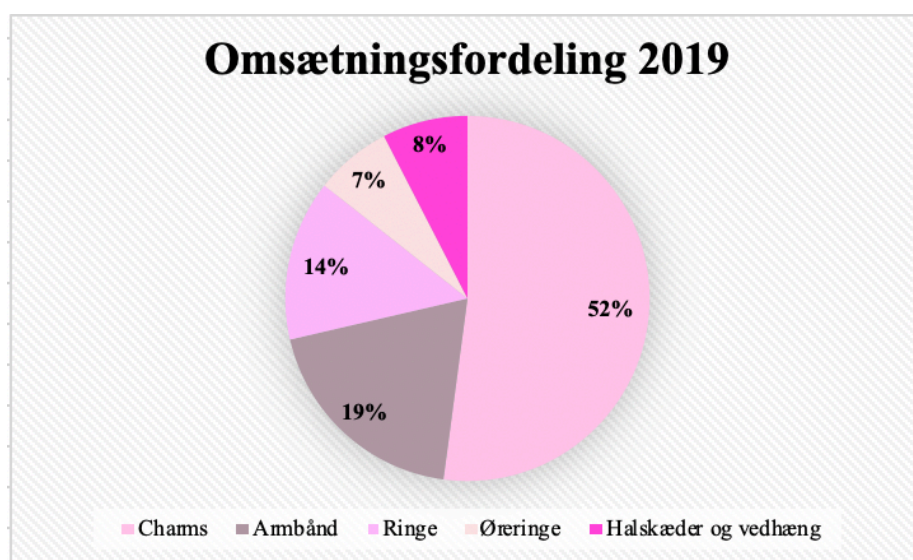
¹¹ Pandora.com, The Pandora Story

¹² Pandora.com, The Pandora Story

I dag sælges Pandora gennem ca. 7.400 salgssteder, herunder i mere end 2.700 konceptbutikker¹³. Pandora gik dermed fra at være en lille juvelforretning med importerede smykker til et internationalt selskab, som designer og producerer sine egne smykker.

3.3 Produktmix

Pandora kategoriserer deres omsætning i fem forskellige produktkategorier: charms, armbånd, ringe, øreringe samt halskæder og vedhæng¹⁴. Nedenfor ses fordelingen af produktkategorierne ud fra den samlede omsætning i 2019:



Figur 5 - Omsætningsfordeling 2019 – kilde: egen udvikling med tal fra årsrapport 2019, side 48

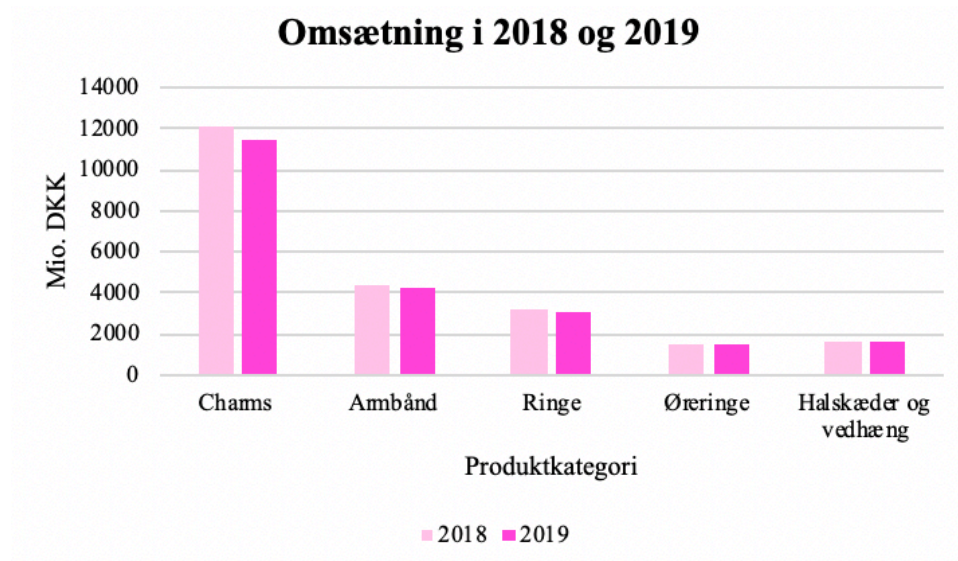
Cirkeldiagrammet viser, at 52% af Pandoras omsætning i 2019 kom fra salg af 'charms', mens produktkategorierne 'øreringe', 7%, samt 'halskæder og vedhæng', 8%, er de produktkategorier, som omsatte mindst hos selskabet. 'Armbånd' stod for 19% af omsætningen, mens de restende 14% af omsætningen var 'ringe'.

Charms er forskellige vedhæng, som kan sættes på armbånd fra Pandora, så kunderne kan skabe deres egne unikke armbånd med de vedhæng, som de bedst kan lide. Charms har siden lanceringen i 2000

¹³ Pandora.com, The Pandora Story

¹⁴ Pandora A/S - Årsrapport 2019, side 48

været Pandoras bestseller, hvilket er tydeligt i omsætningsfordelingen (52%). Nedenfor er omsætningens udvikling for produktkategorierne fra 2018 til 2019 illustreret:



Figur 6 - Omsætningsfordeling 2018 kontra 2019 – kilde: egen udvikling med tal fra årsrapport 2019, side 48

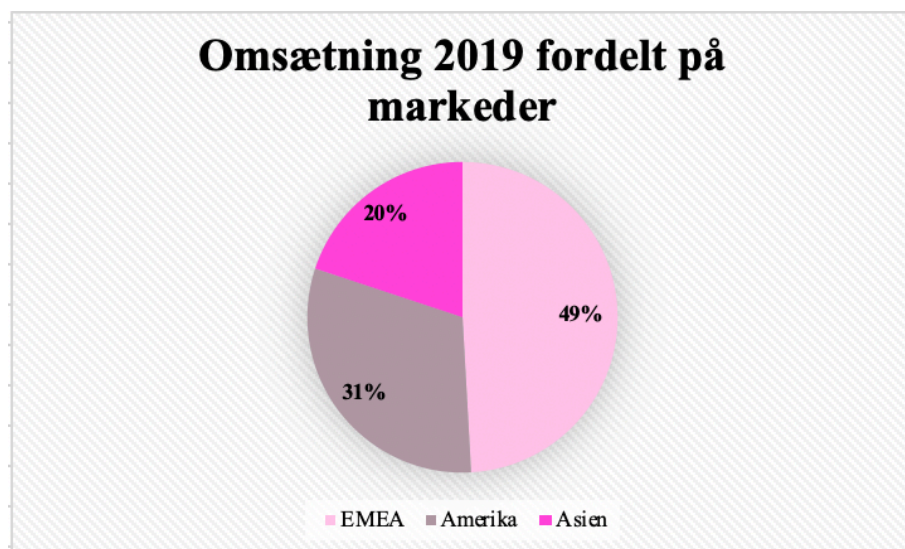
Søjlediagram viser, at omsætningen i 2019 for produktkategorierne ligger på niveau med 2018. Omsætningen er faldet mest for 'charms', hvor den er faldet fra 12.126 mio. kr. i 2018 til 11.395 mio. kr. i 2019, hvilket svarer til et fald på 6%. Derudover er de øvrige produktkategorier på niveau med 2018, og er derfor ikke betydeligt øget eller svækket fra 2018 til 2019¹⁵.

3.4 Markeder

Pandora er at finde verden over. Der arbejdes i selskabets årsrapport med tre kategorier i forhold til geografisk placering: EMEA¹⁶, Amerika og Asien. Neden for er omsætningsfordelingen illustreret i forhold til geografisk placering:

¹⁵ Pandora A/S - Årsrapport 2019, side 48

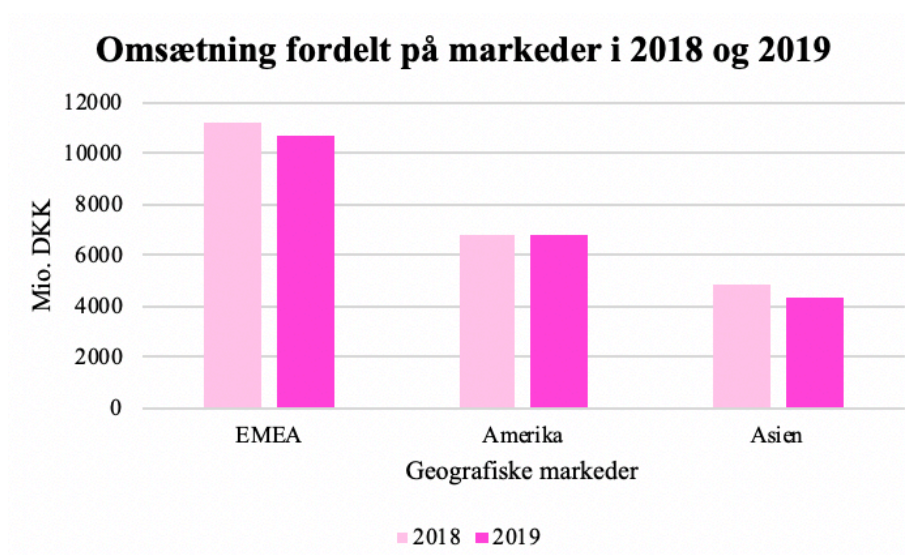
¹⁶ Betegnelse for Europa, Mellemøsten og Afrika



Figur 7 - Omsætning fordelt på markeder 2019 – kilde: egen udvikling med udgangspunkt i tal fra årsrapport 2019, side 47

Det ses, at EMEA er Pandoras største marked. Her udgjorde omsætningen 49% af den samlede omsætning i 2019. Amerikas omsætning udgjorde 31% heraf, mens omsætningen i Asien udgjorde de resterende 20%.

Nedenfor ses udviklingen fra 2018 til 2019 i omsætningen fordelt på markeder:



Figur 8 - Omsætning fordelt på markeder 2018 kontra 2019 – kilde: egen udvikling med udgangspunkt i tal fra årsrapport 2019, side 47

Det ses, at omsætningen i Amerika har været stort set det samme i 2018 og 2019. Der er sket i fald i omsætningen for EMEA, som er gået fra en omsætning på 11.190 mio. kr. i 2018 til en omsætning på 10.740 mio. kr. i 2019, hvilket svarer til et fald på 4%. Asien er samtidigt faldet fra en omsætning i 2018 på 4.809 mio. kr. til 4.356 mio. kr. i 2019, hvilket svarer til et fald på 10%¹⁷

3.5 Delkonklusion

Pandora blev stiftet i 1982, hvor det blot var en lille juvelforretning, som solgte importerede smykker. Selskabet har udviklet sig og er i dag et internationalt selskab, som selv designer, fremstiller og markedsfører sine smykker. Selskabet opererer i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter.

Omsætningen er samlet set faldet fra 22.806 mio. kr. i 2018 til 21.868 mio. kr. i 2019, hvilket svarer til et fald på 4%. Omsætningens største produktkategori 'charms', som udgør 52% af den samlede omsætning i 2019, er faldet mest omsætningsmæssigt, da den er faldet med 6% i forhold til 2018. Armbånd er den produktkategori, som er faldet næstmest med et fald på 4% fra 4.393 mio. kr. i 2018 til 4.216 mio. kr. i 2019. De resterende kategorier er på niveau med sidste år, og opererer med små fald og stigninger på omkring 1%.

Pandora har inddelt sine markeder i tre overordnede kategorier: EMEA, Amerika og Asien. Her er det tydeligt, at den største del af omsætningen kommer fra EMEA, som står for 49% af omsætningen. Amerika står for 31%, mens Asien står for de sidste 20% af omsætningen. Omsætningens fald er dog primært sket i markeds kategorierne EMEA og Asien. Omsætningen i Asien er faldet med 10% fra 4.809 mio. kr. i 2018 til 4.356 mio. kr. i 2019, mens EMEA's omsætning er faldet med 4% fra 11.190 mio. kr. i 2018 til 10.740 mio. kr. i 2019. Amerikas omsætning er på niveau med 2018.

4. Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil der foretages en regnskabsanalyse af Pandora. Som tidligere nævnt er det valgt, at der tages udgangspunkt i selskabets seneste fem regnskabsår (2015-2019). Det er vurderet, at

¹⁷ Pandora A/S – Åsrapport 2019, side 47

perioden er passende i forhold til at kunne analysere og vurdere selskabets rentabilitet samt finansielle stilling generelt. Regnskabsanalysen skal bidrage til det budget, som senere skal opstilles.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i ”The Drivers Of Return On Equity”¹⁸. Denne metode danner et overblik over, hvordan Pandora har produceret afkast til selskabets aktionærer. Dette indebærer en reformulering af resultatopgørelsen og balancen, hvilket beskrives nærmere i et senere afsnit.

4.2 Validitet og sammenlignelighed

Det er vigtigt at sikre, at regnskaberne for de seneste fem år er anvendelige. Derfor skal de vurderes i forhold til validitet og sammenlignelighed.

Validiteten af årsrapporterne sikres ved, at revisionspåtegningerne for de pågældende årsrapporter gennemgås. Her gennemlæses den uafhængige revisors erklæring, hvor det bliver erklæret hvorvidt, årsrapporten er retvisende eller ej, og om der er taget forbehold eller ej. Gennemgangen af Pandoras årsrapporter fra 2015-2019 har ikke vist påtegninger eller forbehold fra den uafhængige revisor, og det er derfor vurderet, at årsrapporterne er valide og kan anvendes til regnskabsanalysen.

Det er ligeledes vigtigt, at årsrapporterne er sammenlignelige. For at sikre sammenligneligheden, er de seneste fem års årsrapporters anvendte regnskabspraksis gennemgået, for at finde ud af, hvorvidt den anvendte regnskabspraksis har ændret sig i perioden. I årsrapporten for 2018 fremgår det, at Pandora har implementeret IFRS 9¹⁹ og IFRS 15²⁰. Det vurderes, at disse ikke har indflydelse på sammenligneligheden, hvilket Pandora også har konkluderet i årsrapporten. I 2019 har Pandora skulle implementere IFRS 16²¹, som trådte i kraft den 1. januar 2019.

IFRS 16 ændrer måden, som Pandora, og andre virksomheder skal identificere, måle, præsentere og offentliggøre deres leasede lejekontrakter. Før blev der skelnet mellem driftsleasing og finansiell

¹⁸ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 201

¹⁹ IFRS 9 vedrører indregning og måling af finansielle aktiver, finansielle forpligtigelser samt afledte finansielle instrumenter. Trådte i kraft pr. 1. januar 2018.

²⁰ IFRS 15 vedrører indregning af omsætning. Trådte i kraft fra 1. januar 2018.

²¹ IFRS 16 vedrører leasing. Trådte i kraft fra 1. januar 2019.

leasing, hvilket besværliggjorde at danne et overblik over en virksomheds leasede aktiver og forpligtigelser²².

Ændringen i forhold til indregningen af de leasede forpligtigelser vil påvirke finansielle nøgletal samt præsenteringsidentifikationer. F.eks. vil omsætningshastigheden, likviditetsgrad, gearing og rentedækning blive påvirket. Mange forpagtere vil se en stigning i deres cash flow, da det udelukkende er den del af leasingydelserne, som afspejler renterne på leasingforpligtigelsen, som må præsenteres i de finansielle aktiviteter²³. Grundet påvirkninger forskellige steder i forbindelse med regnskabsanalysen, er det vigtigt at være opmærksom på, at denne ændring i anvendt regnskabspraksis kan have betydning for sammenligneligheden i f.eks. nøgletallene.

Årsrapporternes validitet og sammenlignelighed giver ud fra ovenstående et retvisende billede af Pandoras finansielle stilling, aktiver og passiver. Derfor kan de anvendes til regnskabsanalysen, men det er nødvendigt at være opmærksom på, at IFRS 16 kan have en påvirkning på sammenligneligheden, og der kan være sket en forringelse i kraft af den ændrede regnskabspraksis. Der er grundet opgavens omfang ikke reguleret i forhold til den ændrede regnskabspraksis regnskabsanalysen.

4.3 Reformulering

Der tages udgangspunkt i Hawawini og Viallets bog "Finance for Executives", som beskriver den fremgangsmåde, som anvendes til regnskabsanalysen. Metoden indebærer en reformulering af resultatopgørelsen og balancen. Formålet med en reformulering er at korrigere for regnskabsmæssig støj, og det kræver derfor indsigt i selskabet. Reformuleringen sker med afsæt i de godkendte årsrapporter. Denne proces gør samtidigt klar til de cashflow beregninger, som senere skal foretages. Fremgangsmåden for reformuleringen vil blive beskrevet i nedenstående afsnit.

²² Regus, "IFRS 16: Fem ting, du er nødt til at kende til nu"

²³ Regus, "IFRS 16: Fem ting, du er nødt til at kende til nu"

4.3.1 Reformulering af resultatopgørelsen

For at opnå et bedre grundlag for beregningen af nøgletallene, foretages der en reformulering af resultatopgørelsen. For at EBITDA giver et mere retvisende billede flyttes afskrivningerne til en post for sig selv. Dette medfører, at de ikke indgår i opgørelsen af kapacitetsomkostningerne, hvor de i Pandoras regnskab er indregnet (vareforbrug, salgs-, distributions, markedsførings- og administrationsomkostninger). Nedenfor ses den reformulerede resultatopgørelse, som kan anvendes til analyseformål:

Resultatopgørelse til analyseformål					
Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015
Nettoomsætning	21.868,00	22.806,00	22.781,00	20.281,00	16.737,00
Variable omkostninger	5.801,00	5.723,00	5.693,00	4.969,00	4.433,00
Dækningsbidrag	16.067,00	17.083,00	17.088,00	15.312,00	12.304,00
Kapacitetsomkostninger	11.542,00	10.059,00	8.583,00	7.391,00	6.090,00
EBITDA	4.525,00	7.024,00	8.505,00	7.921,00	6.214,00
Afskrivninger	698,00	593,00	721,00	518,00	199,00
EBIT	3.827,00	6.431,00	7.784,00	7.403,00	6.015,00
Renter	-	- 151,00	117,00	- 246,00	469,00
EBT	3.827,00	6.582,00	7.667,00	7.649,00	5.546,00
Skat	884,00	1.537,00	1.899,00	1.625,00	1.671,00
EAT	2.943,00	5.045,00	5.768,00	6.024,00	3.875,00

Tabel 1 – Resultatopgørelse til analyseformål – Kilde: egen udvikling med udgangspunkt i tallene fra de godkendte årsrapporter 2015-2019

4.3.2 Reformulering af balancen

Balancen skal ligeledes reformuleres. Den reformulerede balance skal anvendes til værdiansættelsen af Pandora. Denne balance er en balance til analyseform og kaldes *managerial balance sheet*. Her fjernes de poster, hvor der ikke er et forrentningskrav, fra passivside og de trækkes derefter fra på aktivside²⁴. Egenkapitalen skal blive, da egenkapitalen betragtes, som havende et forrentningskrav. Ved analysebalancen er der ikke en aktiv og passiv side, men derimod invested capital og capital employed.

²⁴ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 110-111

Invested capital omfatter likvider, arbejdskapital (WCR) og anlægsaktiver (bygninger, driftsmidler samt øvrige anlægsaktiver). Capital employed består af egenkapitalen, den kortfristet rentebærende gæld og den langfristet rentebærende gæld. Opdelingen synliggør de driftsinvesteringer, som skaber værdi for selskabet samt gælden som har finansieret investeringerne. Ved brug af denne metode kan arbejdskapitalen beregnes. Arbejdskapitalen siger noget om selskabets finansieringsbehov. Formlen for arbejdskapitalen (WCR) er således:

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

Pandoras reformulerede balance er udarbejdet med udgangspunkt i ovenstående, og ses nedenfor:

Managerial balance sheet						
Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Likvider	1.054,00	1.387,00	993,00	897,00	889,00	1.131,00
Arbejdskapital (WCR)	3.442,00	5.824,00	4.045,00	3.837,00	3.369,00	2.545,00
Anlægsaktiver	15.006,00	11.785,00	10.496,00	8.729,00	7.724,00	6.076,00
Invested capital	19.502,00	18.996,00	15.534,00	13.463,00	11.982,00	9.752,00
Kortfristet gæld (rentebærende)	5.777,00	5.244,00	2.605,00	2.774,00	2.753,00	2.229,00
Langfristet gæld	8.476,00	7.333,00	6.415,00	3.895,00	3.090,00	491,00
Egenkapital	5.249,00	6.419,00	6.514,00	6.794,00	6.139,00	7.032,00
Capital employed	19.502,00	18.996,00	15.534,00	13.463,00	11.982,00	9.752,00

Tabel 2 – Balance til analyseformål – Kilde: egen udvikling med udgangspunkt i tallene fra de godkendte årsrapporter 2014-2019

Cash, som indgår i invested capital, er de af Pandoras værdier, som ikke er bundet. Det kan f.eks. være likvider i banken. Arbejdskapitalen består, som tidligere nævnt, af passivsidens poster, hvor der ikke er et forrentningskrav samt debitorer og lagre fra aktivsiden.

Det antages i opgaven, at Pandora har kredittid hos deres leverandører, og ingen rente betaler herfor. Derfor er varekreditorerne flyttet til aktivsiden under arbejdskapitalen, og dermed flyttet fra passivsiden.

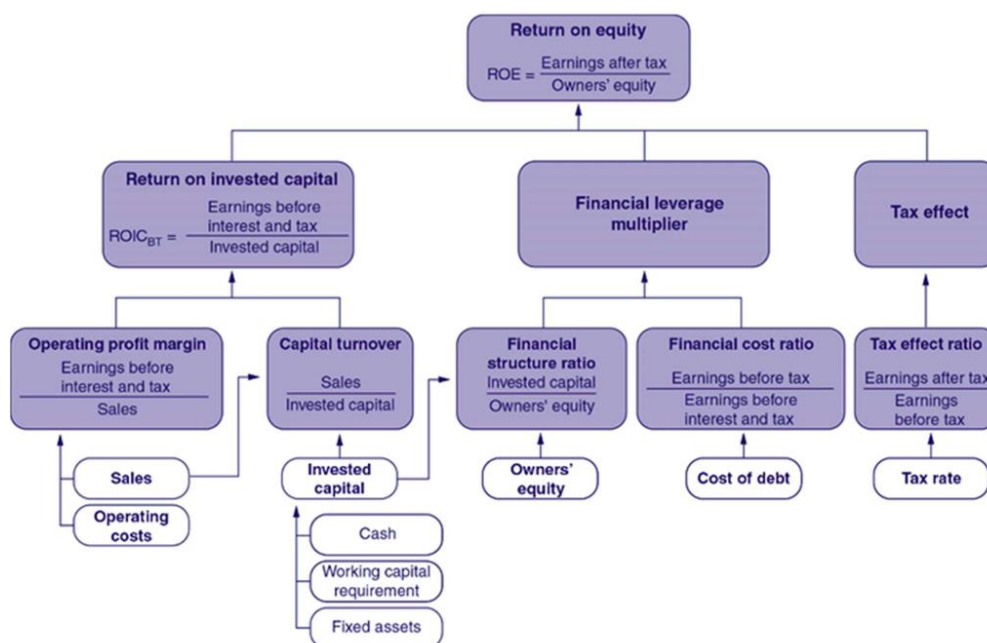
Det ses, at arbejdskapitalen frem til 2018 har været stigende fra 2.545 mio. kr. i 2014 til 5.824 mio. kr. i 2018. En stigning i arbejdskapitalen betyder, at der har været et stigende finansieringsbehov for Pandora, og selskabet har derfor skulle have 'penge op af lommen'. Fra 2018 til 2019 er arbejdskapitalen faldet fra 5.824 mio. kr. til 3.442 mio. kr., hvilket betyder, at Pandoras finansieringsbehov er faldende. Dette medfører 'penge ned i lommen'. Dog skal man være

opmærksom på, at hvis arbejdskapitalen er faldet pga., at debitorerne ikke har betalt, da vil der ikke være tale om et faldende finansieringsbehov.

4.3 Rentabilitetsanalyse

I dette afsnit foretages der en rentabilitetsanalyse af Pandora. Dette gøres for at opnå et helhedsindtryk af selskabets økonomiske situation. Da der skal foretages en værdiansættelse i forhold til at besvare projektets problemformulering, skal der kunne budgetteres det fremtidige overskud. Det er egenkapitalens forretning (ROE), som er med til at fastlægge dette overskud. Dette sker i samarbejde med væksten i investeringer, og derfor er disse nøgletal væsentlige, når der senere skal foretages budgettering.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i ”The Drivers Of Return Equity”²⁵, som også kaldes for den udvidede DuPont-model. Denne er illustreret nedenfor:



Figur 9 – ”The Drivers Of Return On Equity” - Kilde Hawawini & Viallet, *Finance for Executives*, side 201

²⁵ Hawawini & Viallet, *Finance for Executives*, side 201

Rentabilitetsanalysen vil først beregne egenkapitalens forrentning (ROE), som påvirkes af de finansielle vækst drivere: afkastningsgrad (ROIC) og den finansielle gearing (financial leverage multiplier). Afkastningsgraden (ROIC) viser et selskabs evne til at producere overskud af den indskudte kapital. Det er overskudsgraden (operating profit margin) og aktivernes omsætnings hastighed (capital turnover), som påvirker afkastningsgraden.

Nøgletallene vil blive beregnet ud fra gennemsnitstal i balancen (primo/ultimo), da det er vurderet, at dette giver det mest korrekte billede af Pandoras økonomiske udvikling.

4.4 Nøgletal

I dette afsnit vil nøgletallene blive beregnet samt kommenteret. Neden for ses de beregnede nøgletal:

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
ROE	50,4%	78,0%	86,7%	93,2%	58,8%
ROIC	19,9%	37,2%	53,7%	58,2%	55,4%
EBIT%	17,5%	28,2%	34,2%	36,5%	35,9%
Capital turnover	1,14	1,32	1,57	1,59	1,54
Financial leverage multiplier	3,72	3,03	2,35	2,05	1,80
Financial cost ratio	1,00	1,02	0,98	1,03	0,92
Financial structure ratio	3,72	2,96	2,38	1,98	1,95
Tax effect ratio	0,77	0,77	0,75	0,79	0,70

Tabel 3 – Nøgletal – Kilde: egen udvikling

Egenkapitalens forrentning (ROE) viser, hvordan den indskudte kapital er forrentet. Det er dermed et mål for selskabets rentabilitet for aktionærerne. Egenkapitalens forrentning er beregnet således:

$$ROE = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Egenkapital}}$$

Det ses, at egenkapitalens forrentningen har udviklet sig svingende i analyseperioden. Der sker fra 2015 til 2016 en stor stigning i egenkapitalens forrentning, hvilket skyldes, at resultat efter skat stiger markant. Der sker igen en markant ændring fra år 2018 til 2019, hvor der sker et fald på 27,6%. Det ses igen her, at resultat efter skat er faldet markant og derfor er en del af årsagen til faldet. Det er tydeligt, at resultat efter skat (EAT) har en stor påvirkning på egenkapitalens forrentning, og at udviklingen i EAT afspejles i ROE.

Da egenkapitalens forrentning påvirkes af udviklingen i afkastningsgraden samt den finansielle gearing, er det nødvendigt at analysere disse nøgletal for at kunne forklare udviklingen i egenkapitalens forrentning nærmere.

Afkastningsgraden (ROIC) viser, hvordan et selskab formår at skabe overskud med sine driftsaktiver, og svarer til afkastet på indskudte kapital. Afkastningsgraden er beregnet således:

$$ROIC = \frac{\text{Resultat før renter og skat}}{\text{Gennemsnitlig investeret kapital}}$$

Det ses, at afkastningsgraden har været nogenlunde stabil fra 2015 til 2017. Fra 2017 til 2019 er afkastningsgraden dog faldet markant fra 53,7% i 2017 til 19,9% i 2019. Da afkastningsgraden (ROIC) er påvirket af overskudsgraden (EBIT%) og aktivernes omsætningshastighed (capital turnover), er det nødvendigt at analysere disse nøgletal for at kunne forstå udviklingen i afkastningsgraden.

Overskudsgraden (EBIT%) er et udtryk for, hvor stort overskud der produceres på baggrund af selskabets omsætning. Overskudsgraden er beregnet således:

$$EBIT\% = \frac{\text{Resultat før renter og skat}}{\text{Omsætning}}$$

Det ses, at overskudsgraden ligger stabilt fra 2015 til 2017 på mellem 34,2% og 36,5%. Overskudsgraden falder fra 34,2% i 2017 til 28,2% i 2018. Faldet er påvirket af resultat før renter og skat, da omsætningen er på niveau med året før. Det ses, at kapacitetsomkostningerne er steget fra 8.583 mio. kr. i 2017 til 10.059 mio. kr. i 2018, hvilket har påvirket resultat før renter og skat negativt. I 2019 falder overskudsgraden igen og rammer 17,5%. Det ses her, at omsætningen er faldet, hvilket har en negativ effekt på overskudsgraden. Endvidere er kapacitetsomkostningerne igen øget, hvilket påvirker overskudsgraden negativt.

Aktivernes omsætningshastighed (capital turnover) viser, hvordan et selskabs omsætning udvikler sig i forhold til aktiverne. I dette tilfælde viser nøgletallet, hvordan Pandora har udnyttet sine aktiver, og hvor meget omsætning, som aktiverne er med til at producere. Aktivernes omsætningshastighed er beregnet således:

$$\text{Capital turnover} = \frac{\text{Omsætning}}{\text{Invested capital}}$$

Det fremgår af nøgletalsberegningen, at der sker en lille stigning fra 2015 til 2016, hvorefter aktivernes omsætningshastighed har været faldende. Dette nøgletal er bestående af omsætningen samt invested capital, som er inddelt i arbejdskapital (WCR) og anlægsaktiver.

Arbejdskapitalen (WCR) er i perioden steget fra 2015 til 2018, hvilket har påvirket udviklingen i investet capital. Denne stigning er sket på baggrund af en stigning i kreditorer, lagre samt øvrige omsætningsaktiver. Debitorerne har i denne periode været svingende. Det ses, at arbejdskapitalen falder markant fra 2018, hvor den var 5.824 mio. kr., til 3.442 mio. kr. i 2019. Denne udvikling skyldes, at kreditorerne er steget, mens lageret er faldet. Debitorerne har været på samme niveau²⁶.

Anlægsaktiverne er i hele analyseperioden, fra 2015 til 2019, steget, hvilket grundlæggende skyldes, at Pandora har investeret i bl.a. nye konceptbutikker. Dette har medført, at der har været flere finansielle leasingkontrakter, hvilket har øget leasingudgifter på konceptbutikkerne. Dette indgår under de materielle anlægsaktiver. Endvidere er der foretaget investeringer i Thailand til nye produktionsanlæg.

Finansiell gearing (financial leverage multiplier) er resultatet af financial structure ratio og financial cost ratio. Igennem hele analyseperioden er den finansielle gearing steget. Den er steget fra 1,80 i 2015 til 3,72 i 2019. For at forstå udviklingen af dette nøgletal er det nødvendigt at analysere de underliggende nøgletal.

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

Financial cost ratio er et udtryk for forholdet mellem resultat før skat (EBT) og resultat før renter og skat (EBIT). Dette nøgletal ligger på cirka samme niveau i hele analyseperioden, hvor det ligger omkring 1. Dette er et udtryk for, at renteomkostningerne ikke har haft en betydelig påvirkning på resultat før skat. Financial cost ratio beregnes således:

$$\text{Financial cost ratio} = \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}}$$

²⁶ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 55

Financial structure ratio er et udtryk for forholdet mellem invested capital og egenkapitalen. I analyseperioden er dette nøgletal steget. I 2015 var nøgletallet på 1,95, mens det i 2019 ligger på 3,72. Stigningen skyldes, at invested capital er steget gennem hele analyseperioden. Egenkapitalen har været på nogenlunde samme niveau gennem analyseperioden, men er faldet fra 2018 til 2019. Dog er det stigningen i invested capital, som er årsagen til stigningen i dette nøgletal. Stigningen i invested capital skyldes, som tidligere nævnt, at arbejdskapitalen (WCR) er steget samt at anlægsaktiverne er steget grundet investeringer. Disse investeringer har påvirket de langfristede og kortfristede gældsforpligtigelser, som har medført, at capital employed er steget i analyseperioden. Financial structure ratio beregnes således:

$$\text{Financial structure ratio} = \frac{\text{Invested capital}}{\text{Egenkapital}}$$

Pandoras finansielle gearing er i analyseperioden steget på baggrund af forholdet mellem EBT og EBIT samt forholdet mellem invested capital og egenkapitalen. Denne udvikling har haft en positiv indflydelse på afkastningsgraden, som påvirkes af den finansielle gearing.

Tax effect ratio er det sidste nøgletal, som skal beskrives, da det også påvirker egenkapitalens forrentning (ROE). Dette nøgletal siger noget om forholdet mellem resultat før skat og resultat efter skat. Tax effect ratio beregnes således:

$$\text{Tax effect ratio} = \frac{EAT}{EBT} = \frac{EBT(1 - \text{effective tax rate})}{EBT}$$

Da Pandora opererer i forskellige lande, er de underlagt forskellige skatter, og derfor forekommer der forskellige skattesatser²⁷. Tax effect ratio er stort set uændret i analyseperioden. Alt efter hvor i verden Pandora har størst aktivitet, vil skatten kunne variere. I Danmark er skattesatsen 22% i 2019, hvilket den samlede betalte skat også cirka udgør. En tax effect ratio på 0,77, som i 2019, svarer til en skattesats på 23%.

4.5 Delkonklusion

I analyseperioden har egenkapitalens forrentning (ROE) været svingende. Fra 2015 til 2016 skete en stor stigning. Fra 2016 til 2019 er nøgletal dog kun faldet og er endt på 50,4%. Egenkapitalens

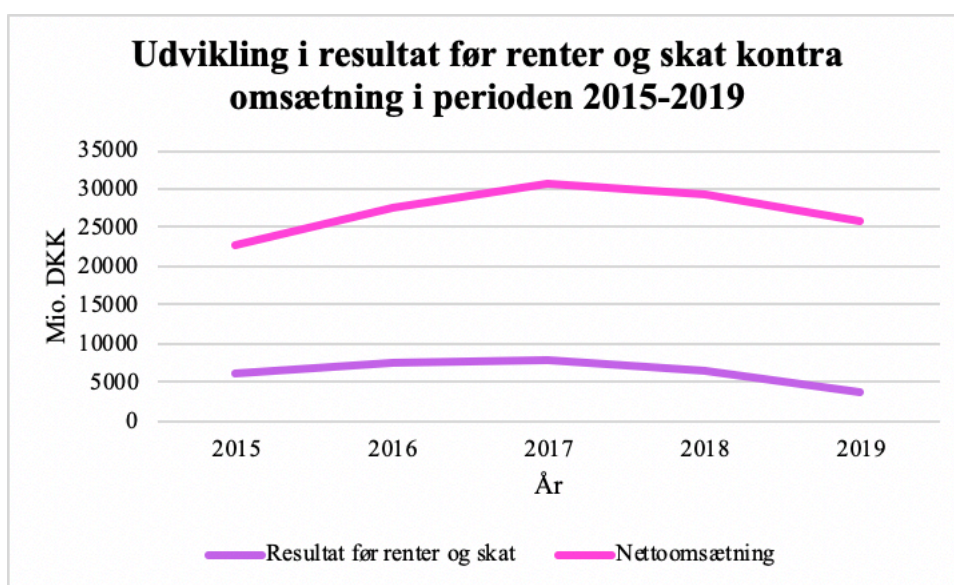
²⁷ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 50

forretning har fuldt resultat efter skat (EAT) i analyseperioden. Udviklingen i egenkapitalens forrentning kan forklares ud fra i de underliggende nøgletal.

Afkastningsgraden er bestående af overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden har i analyseperioden udviklet sig som egenkapitalens forretning med en stigning fra 2015 til 2016, hvorefter den er faldet. Aktivernes omsætningshastighed har udviklet sig på samme måde, hvilket kan forklares med baggrund i de foretagne investeringer i anlægsaktiverne. Både overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed har påvirket afkastningsgraden, som har påvirket egenkapitalens forrentning.

Den finansielle gearing påvirker også egenkapitalens forrentning. I analyseperioden er den finansielle gearing steget markant fra 1,80 i 2015 til 3,72 i 2019. Denne stigning skyldes bl.a., at arbejdskapitalen er steget frem til 2018, hvorefter den faldt i 2019. Her faldt egenkapitalen også.

Pandoras økonomi de seneste fem år er generelt præget af, at omsætningen stagnerede i 2017 og 2018, hvorefter den faldt i 2019. Samtidigt er der foretaget investeringer, mens omkostningerne ligeledes er steget. I nedenstående figur er det illustreret, hvordan omsætningen og resultat før renter og skat har udviklet sig i analyseperioden. Det ses, at omsætningen er stagneret, hvorefter den er faldet en smule. Resultat før renter og skat er faldet siden 2017 og frem til 2019.



Figur 10 – Udvikling resultat før renter og skat kontra omsætning i perioden 2015-2019 – Kilde: egen udvikling

Som tidligere nævnt i rapporten har Pandora pga. ny lovgivning ændret sin anvendte regnskabspraksis, og indregner nu leasede lejekontrakter efter IFRS 16. Ændringen kan have betydning for omsætningshastigheden, likviditetsgraden og gearingen. Derfor vil disse nøgletal formentligt fremstå 'værre', da sammenligneligheden kan være påvirket af ændringen.

5. Strategisk analyse

Dette afsnit vil indeholde en strategisk analyse af både interne og eksterne elementer af Pandoras strategiske position. Analyserne skal bidrage med en forståelse af Pandoras forretningsmodel samt de forretningsaktiviteter, som Pandora opererer med.

Den strategiske analyse skal supplere regnskabsanalysen og dermed sikre en retvisende budgettering. I samspil skal regnskabsanalysen og den strategiske analyse vurdere Pandoras fremtidige økonomiske situation og dermed danner de grundlaget for budgetteringen.

5.1 Eksterne analyser

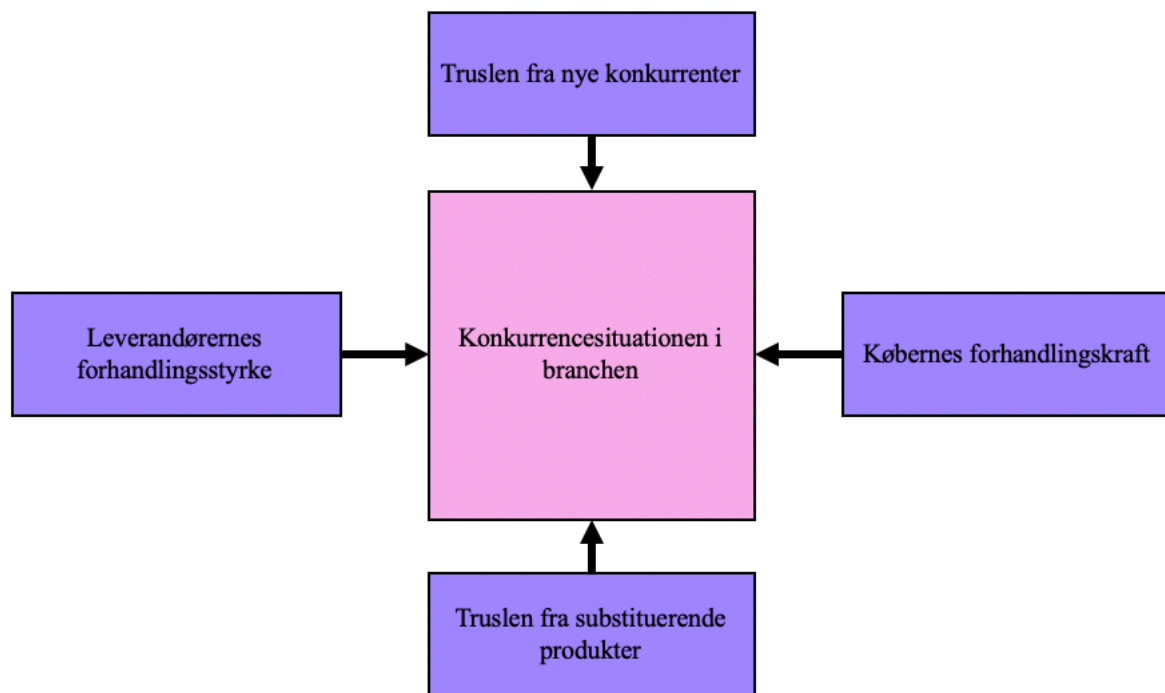
De eksterne analyser skal anvendes til at fremhæve de eksterne forhold, som Pandora bliver påvirket af. De eksterne forhold skal belyses gennem en analyse af konkurrencesituationen samt branchens omverden.

5.1.1 Konkurrencesituationen

Dette afsnit indeholder en analyse af konkurrencesituationen i branchen for smykkeforhandlere. Analysen er interessant for selskabet i forhold til at vælge den mest optimale konkurrencestrategi og for at kende sin position på markedet. Når konkurrencesituationen i en branche skal analyseres, er der forskellige faktorer, som spiller en rolle. Disse faktorer omhandler fem elementer, som Michael Porter behandler i sin model 'Porters five forces'²⁸. Der er fire elementer, som påvirker en virksomheds konkurrencesituation i branchen: kunderne, leverandører, nye indtrængere samt

²⁸ Strategi i vindervirksomheder, side 109

substituerende produkter. Ved en analyse af disse påvirkninger kan modellen bidrage til at vurdere konkurrencesituationen i den pågældende branche. Nedenfor ses modellen:



Figur 13 – Porters Five Forces – Kilde: egen udvikling med inspiration fra ”Strategi i vindervirksomheder”, side 109

5.1.1.1 Konkurrencesituationen i branchen

I dette afsnit vil konkurrencesituationen i branchen beskrives, og dermed hvordan og hvor hårdt, der konkurreres i smykkebranchen. Når der er en hård konkurrencesituation, vil det være svært at tjene i branchen.

Smykkebranchen er virksomheder, som fremstiller og sælger smykker. Det er en branche med få store udbydere samt mange små. Derfor vurderes det, at der er tale om markedsformen differentieret oligopol, da der fra forbrugernes side vil være præferencer i forhold til valg af smykker (heterogent). For Pandoras vedkommende konkurreres der både nationalt og internationalt. Inden for sit segment ”affordable luxury” må Pandora anses for at være den største udbyder nationalt, da der ikke er mange store udbydere i Danmark.

Nationalt konkurrerer Pandora med udbydere som f.eks. Pilgrim²⁹, Georg Jensen³⁰, Dyrberg Kern³¹, Spinning Jewellery³², Sif Jakob³³ og endnu flere. På den internationale scene er Pandora i konkurrence med udbydere som f.eks. Swarovski Group³⁴, som opererer på samme segment som Pandora, de er derfor i direkte konkurrence. Swarovski Group omsatte i 2019 for 3,5 mio. kr.³⁵, hvor Pandora omsatte for 21,9 mio. kr.³⁶. Pandora er endvidere, på det internationale marked, i konkurrence med smykkeproducenten Tiffany and Co.³⁷, som dog ikke opererer med samme kundesegment som Pandora. Pandora opererer på mange markeder og har specielt en stor del af sin omsætning på følgende markeder: UK, Italien, Tyskland, Frankrig, US og Australien³⁸.

Grundet den store konkurrence i branchen er det svært for små og mellemstore virksomheder at skabe vækst og blive en af de store aktører i branchen. Dette vil kræve innovation og at de skiller sig ud fra mængden. Dette skyldes, at markedet er heterogent. Dermed påvirker faktorer som pris, mærke og kvalitet forbrugernes præferencer for produkterne. Dette gør, at innovationsgraden skal være høj og at konkurrencen mellem de eksisterende i branchen bliver forøget. Konkurrencesituationen i branchen vurderes derfor at være høj. Markedsformerne kan ses neden for:

	Homogent	Heterogent	
1			Monopol
2			Duopol/differentieret duopol
Få			Oligopol/differentieret oligopol
Mange			Fuldkommen konkurrence /monopolitisk konkurrence

Figur 14 – Markeder – Kilde: egen udvikling

²⁹ Pilgrim, About

³⁰ Georg Jensen, Om

³¹ Dyrberg Kern, Om

³² Spinning Jewellery, Om

³³ Sif Jakobs, Om

³⁴ Swarovski Group, History

³⁵ Swarovski, Factsheet

³⁶ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 4

³⁷ Tiffany, World of Tiffany

³⁸ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 7

5.1.1.2 Kundernes forhandlingskraft

Som udgangspunkt står køberen med en stærk forhandlingsstyrke, da det er køberen, som vælger hvorvidt det ønskes at købe et pågældende produkt. Dermed har kunden magten i forhandlingssituationen. Når køberne har en høj forhandlingsstyrke, vil det være svært at skabe overskud i branchen, hvorimod det vil være interessant at operere i en branche, hvor kundernes forhandlingsstyrke er lav.

I årsrapporten for 2019 beskriver Pandoras sin kundegruppe, da de beskriver de smykker, som de sælger: ”affordable jewellery”³⁹. Dette vurderes at være et forholdsvis bredt kundesegment. Ligeledes vurderes det, at hvis forbrugere ikke ønsker at betale prisen for Pandoras produkter, da må det vurderes, at de ikke befinder sig i Pandoras kundesegment.

Det er Pandoras konceptbutikker, som står for størstedelen af Pandoras omsætning⁴⁰. I 2019 var der 2.770 konceptbutikker (2.705 i 2018), hvoraf Pandora ejer 1.397, heraf er 865 er franchise. De resterende 517 er tredjepartsejede⁴¹. Pandora forhandler både B2B og dermed til f.eks. andre smykkeforhandlere samt B2C, som er direkte til private forbrugere.

Pandora er ikke direkte afhængige af enkelte privatkunder, da en enkelt forbruger ikke gør udfaldet. Størstedelen af Pandoras omsætning ligger hos de private forbrugere. Endvidere kan de private forbrugere frit efterspørge alternative smykker hos andre forhandlere, f.eks. hvis smykkerne er billigere her eller hvis de bedre kan lide designet hos en anden smykkeproducent. Forhandlingsstyrken hos private forbrugere (B2C) vurderes at være høj.

Pandoras anden distributionsvej er salget til andre forhandlere. Der vil ofte være tale om indkøb af et større parti produkter, hvorfor der kan forekomme rabataftaler. Dette er både en gevinst for B2B-kunden og for Pandora. Forhandleren opnår en rabat, mens Pandora opnår et større salg. B2B-kunderne udgør ikke en særlig stor del af Pandoras salg. Derfor vurderes det, at B2B-kunderne har en lav forhandlingsstyrke.

³⁹ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 3

⁴⁰ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 46

⁴¹ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 47

5.1.1.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Ædelmetaller er Pandoras vigtigste råvarer til produktion af smykker. Guld og sølv de mest anvendte ædelmetaller til produktionen af Pandoras smykker. Derfor er leverandører heraf de væsentligste for Pandora. Markedet for ædelmetaller er fuldkommen konkurrence, da der er mange udbydere, mens produkterne er homogene. Dette betyder, at kunden er ligeglad med, hvem varen kommer fra. Det er derfor prisen, som er i fokus. På sådanne markeder vil leverandøren som regel have svært ved at kunne presse prisen op, da køberen, hvis ikke prisen er 'rigtig', finder en anden forhandler, som tilbyder råvarerne til en lavere pris.

Prisen på ædelmetaller sættes derfor af markedsprisen. Det er derfor udbud og efterspørgsel, som fastsætter prisen. Derfor har det ingen betydning, hvor og af hvem ædelmetallerne købes. Dette gælder også for Pandoras konkurrenter. Det giver derfor hverken Pandora en fordel eller er en 'ulempe' i forhold til dets konkurrenceevne. Pandora skal ved prisstigninger være særlig opmærksom på sine salgspriser, da der ellers er risiko for, at der tabes penge på produkterne. Dermed kan fortjenesten på smykkerne variere alt efter, hvordan indkøbsprisen på ædelmetal er på indkøbstidspunktet. På baggrund af disse faktorer, vurderes det, at der ingen forhandlingsstyrke er i forhold til leverandører af ædelmetaller.

5.1.1.4 Truslen fra substituerende produkter

Definitionen af smykker er bred og kan defineres forskelligt alt efter, hvem der definerer kategorien. Nogle definerer øreringe, armbånd, halskæder og ringe som smykker, mens andre mener, at ure ligeledes kan kategoriseres som værende smykker. Det derfor være svært at udpege smykkers direkte substituerende produkter. Substituerende produkter er produkter, som har samme funktion som det pågældende produkt. Det skal dermed dække det samme behov/funktion hos forbrugeren.

Smykker anses som en luksusvare og ikke som en nødvendighedsvare, som f.eks. tøj, vand, mad osv. Derfor forventes det, at forbruget, og dermed salget, af smykker følger konjunkturerne i samfundet. Høj vækst og lav arbejdsløshed vil betyde øget salg, mens lav vækst og høj arbejdsløshed vil betyde lavere salg. Som udgangspunkt er der flere penge mellem hænderne i højkonjunkturer, mens

lavkonjunktur vil medføre færre penge mellem hænderne. Smykker er derfor en priselastisk vare, da de er følsomme overfor konjunktursving.

Som regel vil man sige, at substituerende produkter til smykker er andre smykker (f.eks. andre mærker eller accessoires, som f.eks. tasker, ure, solbriller, sko, tørklæder osv. Til luksusvarer vil der også være substituerende produkter, som f.eks. rejser og koncerter. Mode vil ofte have indflydelse på, hvad forbrugerne ønsker, da trend for påklædning, smykker og accessoires skifter. Det er en trussel, som Pandora bør være opmærksom på, da trenden og interessen for charms er faldende. Dette ses ved, at omsætningen for denne kategori er faldende. Størstedelen af Pandoras omsætning kommer fra salg af 'charms'. Derfor er det vigtigt, at Pandora har øje for at få skabt nye produkter, som 'kan overtage' for 'charms', når disse ikke længere er moderne. Det vurderes, at truslen fra substituerende produkter er relativ høj.

5.1.1.5 Truslen fra nye konkurrenter

Truslen fra potentielle nye indtrængere er vigtig at kende til. Der er en bred konkurrence på markedet, som spænder fra små smykkeforretninger til store internationale aktører. Det er ikke en statisk branche, hvor der kan laves et produkt, som producenterne efterfølgende kan leve af. Smykkebranchen er en branche i bevægelse. Det er vigtigt, at der hele tiden nytænkes og skabes fornyelse. Det kræver, at virksomhederne ser nye trends og designs for altid at være med forrest og præge moden.

Konkurrencen i branchen er hård, hvilket betyder, at det er svært at trænge ind på markedet. De små smykkeforretninger vil have forholdsvis let ved at starte i branchen, da de kan starte op for færre omkostninger end de store aktører. F.eks. kan de små smykkeforhandlere importere smykker, foretage markedsføring via de sociale medier samt starte op online. Dette vil medføre færre omkostninger, da der ikke er omkostninger til produktionsanlæg, husleje osv. Det vil være forholdsvis 'nemt' at indtage en lille del af markedet online, men dette vurderes ikke at udgøre en potentiel trussel for Pandora. Adgangsbarriererne for små nye smykkeforhandlere vurderes at være lave, men de udgør ikke en aktuel trussel for Pandora.

Den potentielle trussel for Pandora er de større forhandlere, som vil kunne fratage dem en potentiel stor markedsandel. Det vil kræve en stor kapital at blive etableret samt at øge sin kendskabsgrad for nye indtrængere. Endvidere vil nyetablerede smykkeforhandlere have svært ved at opnå stordriftsfordele fra start, hvorfor det vil være svært at konkurrere med f.eks. Pandora. Det vil derfor være svært for større aktører at trænge ind på markedet. Det vurderes, at der er høje adgangsbarrierer for disse aktører.

5.1.1.6 Delkonklusion

Konkurrencesituationen i smykkebranchen er vurderet hård. Der er mange udbydere, og virksomhederne i branchen er nødt til at tænke nyt og skille sig ud. Kunderne er opdelt i B2C og B2B, hvor det er vurderet, at B2C kunderne har en høj forhandlingskraft, mens B2B kunderne har en lav forhandlingskraft. Leverandørernes forhandlingsstyrke er vurderet lav, da det er markedsprisen, som fastsætter prisen for ædelmetaller, og samtidigt er Pandora ikke afhængig af en bestemt leverandør.

Truslen fra substituerende produkter er vurderet relativ høj, da der er tale om luksusvarer og ikke nødvendighedsvarer. Der er mange substituerende produkter til luksusvarer og endvidere har konjunkturerne stor indflydelse på forbrugernes råderum. Truslen fra nye indtrængere er opdelt i mindre aktører og store aktører. De små aktørers adgangsbarrierer er vurderet forholdsvis små. De store aktører, som er en trussel for Pandora, har høje adgangsbarrierer, da det er kapitaltungt samt svært at starte op i branchen.

5.1.1.7 Kritik af Porters Five Forces

Modellen kan kritiseres for at være for statisk. Den giver udelukkende et øjebliksbillede af konkurrencesituationen i branchen. Ydermere ser modellen leverandører og kunder, som en slags konkurrenter, da det handler om at være den stærkeste i forhandlingsstyrkeforholdet. I praksis vil det være mere fordelagtigt for begge parter at indgå et samarbejde. Modellen er endvidere begrænset af antallet af faktorer, og inddrager ikke alle væsentlige faktorer. Samtlige faktorer i modellen bliver vægtet ens, hvilket ikke vil være tilfældet i praksis. Fra branche til branche vil det variere, hvordan faktorerne vægter. Modellen bør derfor ikke stå alene.

5.1.2 Branchens omverden

I dette afsnit skal smykkebranchens omverden analyseres gennem en PESTEL-analyse. PESTEL-analysen anvendes til at undersøge de forskellige forhold i Pandoras omverden, som har betydning for strategien i selskabet. Navnet kommer fra forbogstaverne på de områder, som analysen behandler:

Forkortelse	Engelsk benævnelse	Dansk navn	Indebærer
P	Political factors	Politiske forhold	Erhvervs politik Arbejdsmarkedspolitik Tilskud fra det offentlige Offentlig regulering Skatte- og afgiftspolitik
E	Economic factors	Økonomiske forhold	Økonomisk vækst Renteniveau Inflation Lønniveau Konjunkturer BNP (bruttonationalprodukt) Valutaforhold
S	Social and cultural factors	Sociale og kulturelle forhold	Uddannelsesniveau Livsstil og værdier Demografi Indkomstfordeling Mobilitet på arbejdsmarkedet
T	Technological factors	Teknologiske forhold	Offentlig støtte til forskning Den teknologiske udvikling Nye produkter og patenter på markedet Forskningsaktiviteter, f.eks. på universiteter
E	Environmental factors	Miljømæssige forhold	Økologi CSR Grønne regnskaber Selskabets forurening Energiforbrug for selskabet Affald fra selskabet
L	Legal factors	Lovmæssige forhold	Lovgivning vedr. arbejdsmarkedsforhold Eksport- og importreguleringer Lovgivning vedr. konkurrence og monopol Produktansvar og produktsikkerhed (lovgivning)

Tabel 4 – PESTEL – Kilde: egen udvikling med udgangspunkt i Systime, Virksomhedsøkonomi B, ISBN: 9788761670816

Normalt lever en virksomhed ikke i et vakuum – et tomt område - men i et samfund, hvor den indgår i et samspil med sine omgivelser. Omverdens-analysen fokuserer derfor på det samfundsmæssige niveau, som har indflydelse på selskabet⁴².

Når et selskabs omverden analyseres, er det vigtigt, at den model der egner sig bedst til den givne situation anvendes. Det er derfor vigtigt, at de væsentligste faktorer for selskabet i den givne situation

⁴² Strategi i vindervirksomheder, side 85

bliver identificeret, så det ikke blot bliver en opremsning af faktorer, som ikke er vigtige for det pågældende selskab.

PESTEL-analysen kan anvendes på tre forskellige måder: *beskrivende*, hvor den giver et overblik over de pågældende forhold, *analyserende*, hvor den giver en bedre forståelse af sammenhængen og udviklingen mellem de forskellige faktorer, eller *vurderende*, hvor den vurderer, hvordan fremtiden vil udvikle sig⁴³.

5.1.2.1 Corona-virus (COVID-19)

Corona-virussen (COVID-19) er desværre en faktor, som vi i denne tid ikke kan se ud over. Virussen har spredt sig over hele verden og har alvorlige konsekvenser for verdens mange virksomheder. Det er vigtigt at være opmærksom på, at denne virus ikke blot får økonomiske konsekvenser for Pandora, men at den kan påvirke flere forskellige faktorer i PESTEL-analysen.

Økonomisk set er corona-virussen en stor trussel for Pandora. Pandora havde allerede den 24. marts 2020, grundet corona-virussen, lukket omkring 1.390 butikker på tværs af sine markeder⁴⁴. Pandemien har ikke blot ramt Danmark men hele verden. Alle Pandoras markeder er derfor præget heraf, hvilket vil få konsekvenser for omsætningen. Endvidere bliver politiske forhold relevant, da erhvervspolitik, arbejdsmarkedspolitik og ikke mindst offentlig støtte kan blive aktuelt for at klare sig helskindet igennem krisen. De miljømæssige faktorer kan også blive berørt af situationen, da mange forbrugere formentligt vil observere og være bevidste omkring Pandoras håndtering af pandemien. Det vil bl.a. være et område som ansvarlighed, som Pandoras forbrugere vil fokusere på.

COVID-19 er en pandemi som får alvorlige konsekvenser for Pandora. Endvidere ses det, at Pandoras aktiekurs er faldet markant siden corona-virussen indtraf⁴⁵. Det er derfor en vigtig faktor i forhold til Pandora, faktisk hele verdens, situation på nuværende tidspunkt.

⁴³ Systime, Virksomhedsøkonomi B, ISBN: 9788761670816

⁴⁴ Børsen, "Kom med ind i Pandoras maskinrum: Sådan styrer Alexander Lacik 28.000 ansatte fra sin vandkantsvilla"

⁴⁵ Euroinvestor, Pandora kursudvikling

5.1.2.2 Politiske forhold

Når en virksomhed vælger strategi, er det vigtigt at være opmærksom på de erhvervsmæssige, skattemæssige samt arbejdsmæssige forhold.

Pandora arbejder på mange forskellige markeder. Selskabet er derfor nødt til at forholde sig til de politiske forhold, som er aktuelle i de forskellige lande. Løbende ændres de politiske forhold, og det er Pandora, nødt til at forholde sig til.

Det såkaldte 'Brexit' vil få en betydning for Pandoras samhandel med Storbritannien. Storbritannien forlod pr. 31. januar 2020 EU. EU har godkendt en udtrædelsesaftale, som den britiske regering har forhandlet. Denne aftale gælder som udgangspunkt frem til udgangen af 2020. Den har den betydning, at alle reglerne i EU forsat vil gælde for de britiske virksomheder og borgere. I denne periode vil der forhandles om, hvordan EU og Storbritanniens fremtidige forhold skal se ud⁴⁶.

Brexit vil få en betydning for den handel, som foregår med Storbritannien. Indtil videre vil danske virksomheder tidligst opleve ændringer fra 1. januar 2020. Det er vigtigt for Pandora, at de løbende forholder sig til Brexit, og undersøger, hvordan det vil påvirke selskabet, så de kan planlægge, hvordan konsekvenserne bedst håndteres. Der er udarbejdet en "Brexit-tjekliste" af regeringen, som danske virksomheder kan benytte til at danne et overblik over, hvor de bør være særligt opmærksomme⁴⁷.

Pandoras produktion sker i Thailand. Det er derfor relevant at kende til de politiske forhold i landet, da de vil have en betydning for Pandora. De danske og thailandske politiske forhold er meget forskellige. For år tilbage i bl.a. 2008 og 2014 var der perioder med militærsyre i Thailand, da der var flere politiske oprør med statskup⁴⁸. Dermed er Thailands politiske forhold en kontrast til Danmarks demokrati. Det er et andet samfund, som Pandoras produktion er placeret i. Det er vigtigt, at Pandora både følger med i de danske og thailandske politiske forhold for at vurdere, hvordan de påvirkes de forskellige steder.

⁴⁶ Udenrigsministeriet, Brexit

⁴⁷ Udenrigsministeriet, Hvad betyder Brexit for din virksomhed?

⁴⁸ Leksikon, Thailand

I 2017 blev der skrevet en artikel om, hvordan danske virksomheder klarede sig i Thailand på trods af de politiske omstændigheder. Her tydede det på, ifølge Peter Sand (afdelingsleder af handelsafdelingen på den Danske Ambassade i Bangkok), at danske virksomheder alligevel klarede sig godt i landet og kunne drive forretning på trods af de politiske uroligheder i landet. Pandoras tidligere topchef Anders Colding Friis har tidligere udtalt, at Pandora er opmærksom på situationen i Thailand, men at selskabet er trykke ved at have produktionen samlet i Thailand. Thailand har forsøgt at indføre demokrati, men det er endnu ikke lykkedes. Det må forventes, at det på et tidspunkt lykkedes Thailand at indføre demokrati, og dermed komme til at ligne bl.a. Danmark på de politiske forhold⁴⁹.

5.1.2.3 Økonomiske forhold

Der vil ofte være flere økonomiske forhold, som et selskab skal forholde sig til. Det gælder i alle de lande, hvor selskabet opererer – både hvor den køber råvarer og sælger sine færdigvarer. Endvidere har det betydning, hvorvidt der er tale om et marked i høj- eller lavkonjunktur. Inflationsniveau, lønniveau, renteniveau samt valutaudvikling kan ligeledes have en betydning.

Markedsøkonomien bevæger sig i svingninger, hvilket kaldes konjunkturerne. Højkonjunktur betyder, at den økonomiske vækst og beskæftigelsen er høj. Lavkonjunktur er derimod høj arbejdsløshed og lav vækst.

Pandora opererer på mange forskellige markeder verden over, og derfor har det betydning, hvordan den økonomiske udvikling er landene.

Pandora anvender guld og sølv til produktion af smykker. Derfor har prisen på disse råvarer betydning for selskabets rentabilitet. Pandora vil tilbyde smykker til tilgængelige priser, men af høj kvalitet. Derfor ligger Pandora ikke blot prisstigningen på råvarer oven i salgsprisen på sine produkter. Det er derfor vigtigt, at der er stabile produktionsomkostninger, da selskabet er følsomt over for prisændringer i specielt guld og sølv. Pandora har identificeret denne risiko og er opmærksom herpå. Der sker risikovurdering samt overvågning af leverandører, dobbelt sourcing med geografisk

⁴⁹ Berlingske, *"Danske virksomheder gode til at klare sig i ustabil Thailand"*

spredning (for at undgå flaskehalse pga. handelskrige, naturkatastrofer osv.) samt brug af råvaresikring for at reducere de kortsigtede påvirkninger på prisudviklingen på råvarer⁵⁰.

Nedenstående tabeller viser prisudviklingen for henholdsvis guld og sølv:



Figur 11 – Prisudvikling guld – Kilde: Ædelmetaller.dk



Figur 12 – Prisudvikling sølv – Kilde: Ædelmetaller.dk

⁵⁰ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 22

Det ses, at priserne for både guld og sølv er meget svingende. Guldprisen er fra 2020 steget markant, hvilket er negativt for Pandora. Det vil øge produktionsomkostningerne og dermed minimere det økonomiske overskud. Jf. ovenstående figurer ses det, at priserne for guld og sølv angives i USD.

Pandora handler i forskellige valutakurser, og skal derfor være opmærksom herpå. Råvareindkøb foretages i USD. Stiger denne kurs medfører det en merudgift, mens en lavere kurs betyder en lavere udgift. Dermed er valutakurser en faktor, som har stor betydning for Pandora, men det er også en faktor, som Pandora ikke selv kan påvirke.

5.1.2.4 Sociale forhold

Det er vigtigt for Pandora at forholde sig til de sociale og kulturelle forhold, som gør sig gældende på sine markeder. Forhold som f.eks. demografi, indkomstfordeling og uddannelsesniveau kan være relevante for selskabet at kende til. Endvidere er det vigtigt at kende til markedernes livsstil og værdier, da disse også er vigtige i forhold til at fastlægge en strategi.

Det er vigtigt at have et godt kendskab til sine markeders sociale og kulturelle forhold. De sociale og kulturelle forhold varierer fra marked til marked. Alt efter kulturen i samfundet påvirkes trenden og dermed ønsket til, hvilke smykker forbrugerne kan lide.

Moden og tendenserne er i konstant forandring. Derfor efterspørger forbrugerne de nyeste moderigtige designs. Derfor er det nødvendigt, at Pandoras produkter følger med de nyeste tendenser. Det stiller store krav til produktudviklingen. Hvis Pandoras designs ikke følger med moden, vil det få negative konsekvenser for omsætningen. Derfor er det vigtigt at være med forrest med de nyeste designs.

De kulturelle forskelle mellem lande er blevet mindre grundet globaliseringen. Det er forsat vigtigt at være opmærksom på de kulturelle forskelle, som optræder landene imellem. Globaliseringen har gjort det nemmere for Pandora at operere på flere forskellige markeder. Dette har også betydning for muligheden for at trænge ind på nye markeder, da det vil være nemmere, når de kulturelle forskelle er mindre end tidligere.

5.1.2.5 Teknologiske forhold

Der er vigtigt at være opmærksom på den teknologiske udvikling i den branche, som selskabet befinder sig i. Det er vigtigt at være klar over, om der er nye teknologier på vej, og hvordan selskabets teknologiske udvikling er i forhold til sine konkurrenter. Her kan også være spørgsmål om patentkrav samt offentlig støtte til forskning inden for områder af selskabets interesse.

Først og fremmest er der de seneste år fremkommet nye markedsføringsmuligheder. De sociale medier er en vigtig platform i dagens samfund. Derfor er markedsføring via denne kanal en mulighed for at nå ud til mange forskellige målgrupper. Pandora er derfor nødt til at forsætte markedsføring gennem sociale medier, da teknologien er et vigtigt element i forhold til at fastholde kendskabsgraden til sit brand.

Endvidere må internethandel ikke forglemmes. Det ses af Pandoras årsrapport, at salget gennem de online platforme er stigende⁵¹. Dette er også en samfundsmæssig tendens. Derfor er det vigtigt, at Pandora forsat fokuserer på deres onlinesalg, da der er en fremtid i denne salgsplatform.

Teknologien på produktionsanlæggene i Thailand er ligeledes vigtige. Teknologien må følge med udviklingen og samtidigt blive optimeret således, der opnås en omkostningseffektiv produktion. Pandora har foretaget investeringer i produktionsanlæggene inden for de seneste år, og det forventes, at produktionsanlæggene er opdateret i forhold til den nyeste teknologi.

5.1.2.6 Miljømæssige forhold

I dag er der stort fokus på miljøet, da dette skal tænkes ind i de strategiske planer. Selskabets omverden stiller store krav til miljøforhold. Dette kan relatere sig til f.eks. håndtering af affald samt energiforbrug. Det kan styrke selskabets konkurrencemæssige fordel, hvis den har en klar miljøprofil. Dette gælder også, når der ses på selskabets CSR (Corporate Social Responsibility).

Grundet den øgede bevidsthed omkring miljøet er der kommet yderligere fokus på, hvordan virksomheder håndterer forskellige miljøhensyn. Pandora har fastlagt nogle procedurer, som skal

⁵¹ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 65

sikre deres omdømme for bæredygtig og ansvarlig forretningspraksis. Dette indebærer miljømæssige procedurer. Der er bl.a. indført en global adfærdskodeks, som indeholder politikker vedrørende bl.a. menneskerettigheder og hvidvaskning af penge. Endvidere er der foretaget klimamål samt positionering som en bæredygtighedsfrontløber, hvor der er fokus på miljørapportering⁵².

5.1.2.7 Lovgivningsmæssige forhold

En virksomhed skal altid være opdateret på relevant lovgivning. Dette indebærer f.eks. lovgivning vedrørende konkurrence- og monopollovgivning. Lovgivning kan både have direkte og indirekte betydning for en virksomhed. Produktansvar, produktsikkerhed, eksport- og importreguleringer er lovgivning vedrørende arbejdsmarkedet, som virksomhederne bør forholde sig til.

Som tidligere nævnt, bl.a. under politiske forhold, opererer Pandora på mange forskellige markeder. Det er derfor nødvendigt at kende relevant lovgivning på alle disse markeder. Det kan være svært at have kendskab til relevant lovgivning på de forskellige markeder, men pga. Pandoras mangeårige tilstedeværelse på markederne, vurderes det, at Pandora er godt inde i de relevante lovgivninger. Da Pandora er vant til at sætte sig ind i ny lovgivning, vil det være nemmere at sætte sig ind i ny relevant lovgivning.

5.1.2.8 Delkonklusion

Ud fra PESTEL-analysen vil Pandoras vigtigste muligheder og trusler fra omverdenen blive noteret. De største trusler, som Pandora på nuværende tidspunkt står overfor, er de svigende valutakurser, som har en påvirkning på rentabiliteten for Pandora. Endvidere er de svingende råvarepriser en trussel, hvor specielt guld er steget markant de første måneder i 2020. Af muligheder bør bl.a. den øgede globalisering, som mindsker de kulturelle forskelligheder nævnes. Dette gør det nemmere at etablere sig på nye markeder. Derudover er der en mulighed i at udvikle sin internethandel, hvilket kan medføre en stærkere position end tidligere. Slutteligt ej at forglemme corona-virussen, som på nuværende tidspunkt har en stor indflydelse på Pandoras omverden. Den har alvorlige konsekvenser, som uden tvivl vil kunne presse Pandora.

⁵² Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 22

5.1.2.9 Kritik af PESTEL

PESTEL er kritiseret for at være en statisk model. Dette betyder, at den belyser, hvad der er sket bagud i tid. Der mangler dermed et dynamisk element, som kan kigge ind i fremtiden. Endvidere tager modellen kun i et begrænset omgang højde for, om der er tale om en branche i udvikling. Dog er modellen med til at synliggøre faktorer, som har betydning for branchen. Modellen bør dog ikke stå alene, og bør anvendes i samspil med andre modeller, som tager udgangspunkt i tendenser i udviklingen.

5.1.4 Delkonklusion eksterne analyser

De eksterne analyser har givet et indblik i, hvilke eksterne faktorer som påvirker Pandora. Endvidere er der blevet defineret muligheder og trusler. De faktorer, som er vurderet, som de vigtigste muligheder og trusler vil blive trukket ned i den opsamlende SWOT-analyse. De udvalgte muligheder er: produktudvikling, onlinesalg og øget markedsføring. De trusler, som er udvalgt er: COVID-19, substituerende produkter, produktionen i Thailand samt lavkonjunkturer.

5.2 Interne analyser

De interne analyser skal fremhæve de interne forhold i Pandora. Disse forhold har Pandora selv indflydelse på. De interne forhold skal belyses ved analyse af Pandoras produkter, igennem en PLC-kurve samt boston-model, analyse af Pandoras vækststrategi samt konkurrencestrategi, og afslutningsvist en analyse af Pandoras værdikæde.

Interne analyser anvendes til at evaluere et selskabs aktiviteter, og det giver mulighed for at identificere styrker og svagheder. Disse kan samles til et forandringsbehov, som efterfølgende kan anvendes i den strategiske udvikling⁵³.

⁵³ Strategi i vindervirksomheder, side 158

5.2.1 Produktanalyse

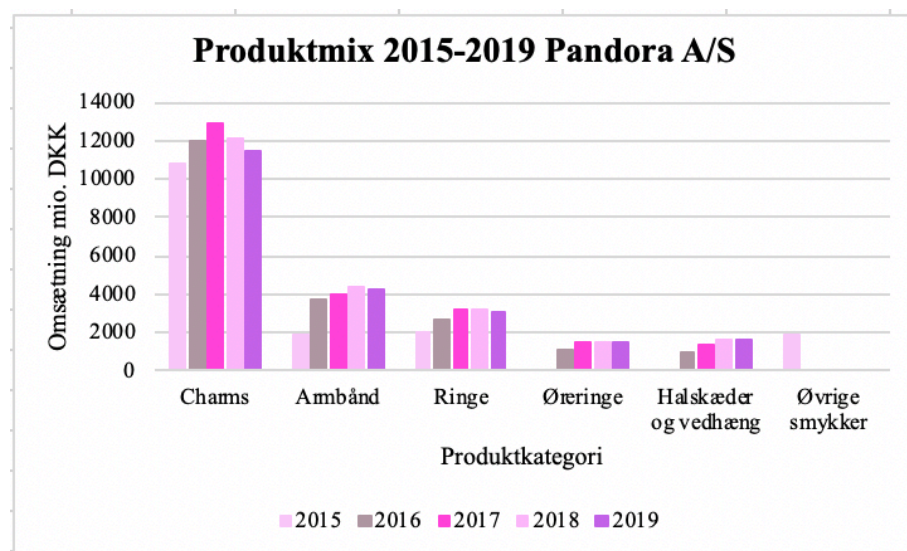
I dette afsnit vil der blive foretaget en produktanalyse af Pandoras produktportefølje. Først vil PLC-kurven klarlægge, hvor de enkelte produktkategorier befinder sig i deres livscyklus. Derefter vil bostonmatrixen belyse, hvor Pandoras produkter er i forhold markedsvækst og markedsandele.

5.2.1.1 PLC-kurven

PLC-kurvens formål er at beskrive et produkts livscyklus. Modellen viser, at et produkt gennemlever fem faser i dets levetid: udvikling, introduktion, vækst, modning og nedgang. Der er taget udgangspunkt i Pandoras fordeling i årsrapporterne til kategoriseringen af produkter:

- Charms
- Armbånd
- Ringe
- Øreringe
- Halskæder og vedhæng (fra 2016 og frem)
- Øvrige smykker (2015)

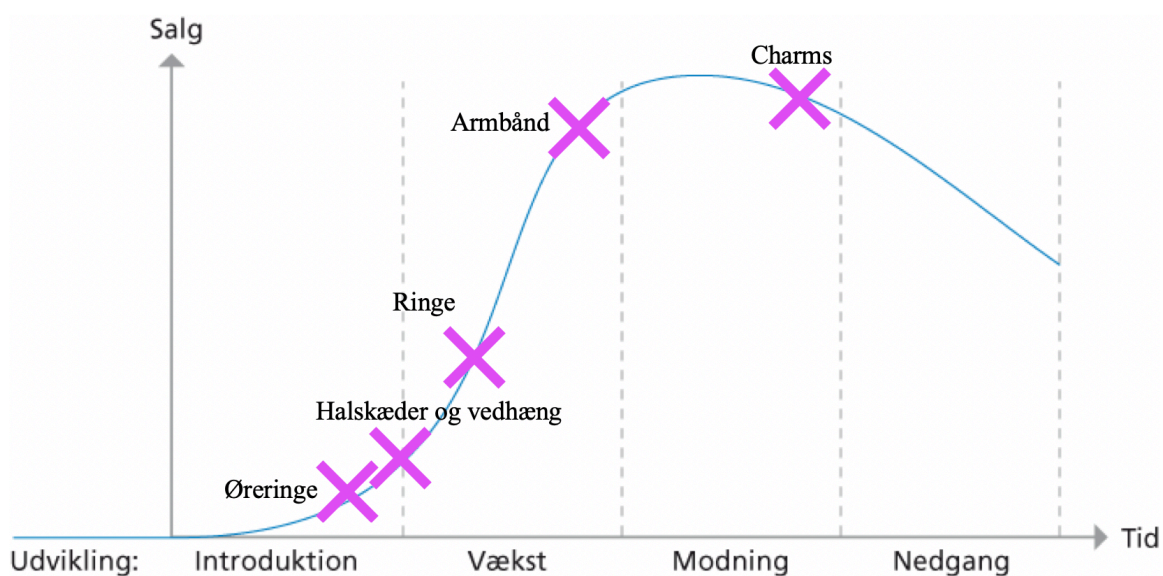
Nedenfor ses en illustration af udviklingen af omsætningen for produktkategorierne:



Figur 15 – Produktmix 2015-2019 – Kilde: egen udvikling med tal fra de godkendte årsrapporter 2015-2019

Søjlediagrammet viser, hvordan produktkategorierne har udviklet sig de seneste fem år. Det ses, at salget af 'charms' i perioden steg frem til 2017, hvorefter salget er faldet frem til 2019. Salget af 'armbånd' steg frem til 2018, hvorefter der er sket et lille fald i 2019. Produktkategorien 'ringe' er steget fra 2016 til 2017, hvorefter de er faldet en smule. 'Øreringe' samt 'halskæder og vedhæng' fik først deres egen produktkategori i 2016. Det er derfor kun muligt at se på perioden 2016 til 2019 for disse produktkategorier. Salget af 'øreringe' steg fra 2016 til 2017, hvorefter salget stagnerede. 'Halskæder og vedhæng' har haft et stigende salg fra 2016 til 2018, hvorefter salget i 2019 er på niveau med 2018.

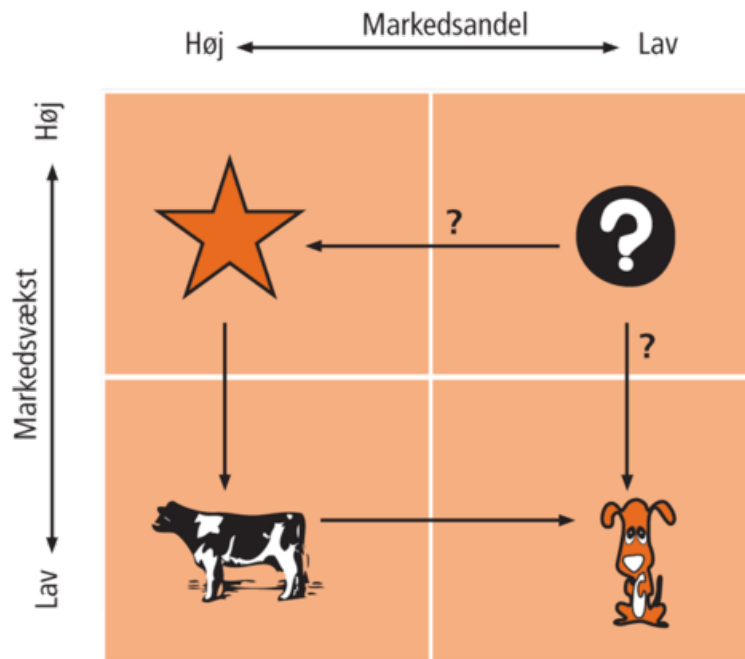
På baggrund af ovenstående er produktgrupperne placeret på PLC-kurven:



Figur 16 – PLC-kurve med kategorierne placeret – Kilde: egen udvikling, model fra Toolbox til afsætning

5.2.1.2 Boston-matrix

Matrixen anvendes til at vurdere, hvilke af Pandoras produkter der er særligt stærke. Produktkategorierne placeret ud fra en vurdering af, hvordan deres markedsandel og markedsvækst er. Modellen opererer med fire forskellige grupper: spørgsmålsregn, stjerne, hund og ko. Disse fire grupper kan ligges ned over PLC-kurven.



Figur 17 – Boston-matrixen – Kilde: Systime, Virksomhedsøkonomi B, ISBN: 9788761626745

Introduktionsfasen i PLC-kurven svarer til spørgsmålstegnet i Boston-matrixen. Denne produktgruppe er kendetegnet ved høj markedsvækst, men lav markedsandel. Produkterne i denne kategori har mulighed for at udvikle sig til enten en hund eller til en stjerne. Spørgsmålstegnet er fasen, hvor selskabet finder ud af, om produktkategorierne bliver en del af deres produktportefølje eller ej. Pandoras produktkategorier 'øreringe' og 'halskæder og vedhæng' er i denne kategori, da har en lille markedsandel. Det ses af figuren 'PLC-kurven', at kategorien med 'halskæder og vedhæng' langsomt bevæger sig over mod vækstfasen, og dermed mod en større markedsandel. Dermed bevæger denne produktkategori sig mod stjernen.

Stjernen er fasen for produkter med høj markedsvækst og høj markedsandel. Det er denne fase betegnes i PLC-kurven "vækstfasen". Her har produkterne mulighed for at udvikle sig til at blive produkter, som skaber overskud for selskabet. I denne kategori er det vurderet, at produktkategorien 'ringe' befinder sig, da de ikke har en stor markedsandel eller stor markedsvækst endnu. 'Armbånd' er en anden kategori, som befinder sig i fasen, da omsætningen for 'armbånd' er stagneret. Dette tyder på, at produktkategorien bevæger sig fra vækst- til modningsfasen, og dermed fra stjernen til koen. Dermed befinder 'armbånd' sig et sted mellem disse to faser.

Modningsfasen i PLC-kurven svarer til koen i boston-matrixen. Her er det produkter med lav markedsvækst og en høj markedsandel, som befinder sig. Bevæger produkter sig ud af denne fase, og taber markedsandele vil de flytte sig ned mod hunden. Det er ofte produktgrupper, som skaber overskud for selskabet, som befinder sig her. Der vil være en høj kendskabsgrad grundet den store markedsandel. 'Charms' befinder sig i koen, da er Pandoras bestseller. Denne kategori omsætter størstedelen omsætningen hos Pandora. Produktkategorien er faldende, og derfor er den placeret tættere mod nedgangsfasen end vækstfasen. 'Charms' anses at være en "cash-cow" for Pandora.

Den sidste kategori i boston-matrixen er hunden, som svarer til nedgangsfasen i PLC-kurven. Der skal gerne være få produktkategorier i denne kategori, da produkterne her har en lav markedsvækst og en lav markedsandel. Der kan dog være produkter, som skaber værdi på den ene eller anden måde for selskabet eller dets andre produkter. Det vurderes ikke, at Pandora på nuværende tidspunkt har produktkategorier i denne fase. Det er nødvendigt at være opmærksom på, at produktkategorien 'charms' bevæger sig herover af.

5.2.1.3 Delkonklusion

Det fremgår tydeligt af produktanalysen, at produktkategorien 'charms' er Pandoras mest sælgende produktkategori. Det tyder på, at der er tilbagegang for produktkategorien, og det er derfor vigtigt at få gang i de øvrige produktgrupper, for at sikre omsætningen fremover. 'Charms' er derfor både en styrke og en svaghed for Pandora. Pandora har endvidere meldt ud, at 2020 bliver et svært år for smykkegiganten, hvor Pandoras organiske vækst⁵⁴ forventes at falde 3-6 procent⁵⁵. Dermed er udsigterne svære på nuværende tidspunkt i forhold til at øge omsætningen.

5.2.1.4 Kritik produktanalysen

Modellerne anvendt til produktanalysen kan kritiseres. PLC-kurven fastlægger et produkts levetid, hvilket ikke er muligt, da man aldrig kender den præcise levetid. Levetiden er forskellig fra produkt

⁵⁴ Organisk vækst er en betegnelse for et selskabs rene vækst, og dermed hvor meget forretningen og kapitalen er udvidet med.

⁵⁵ Børsen, "Pandora ser ind i svært 2020 – forventer fald i det organiske salg på 3-6 pct"

til produkt. Specielt luksusvarer kan være svære at fasesætte levetiden på, da moden også spiller ind på produktets levetid. Det er derfor svært at sige på forhånd, hvor lang levetiden for produkter er.

Det er det muligt for et produkt at bevæge sig hurtigt fra f.eks. modgang til nedgang, hvis eksempelvis moden skifter. Når moden skifter vil interessen falde og dermed vil produktets levetid være forbi. Det er derfor kun muligt at sige, hvor et produkt nogenlunde befinder sig på et givent tidspunkt. Da det er svært at sige noget om fremtiden, er modellen statisk. Det gør det derfor svært at sige, hvornår produktkategorierne bevæger sig fra den ene fase til den anden.

Boston-matrixen tager kun udgangspunkt i to parametre: markedsvækst og markedsandel, hvilket ikke er meget belæg i forhold til at vurdere produkternes fase. Der er også risiko for, at rentable produkter ikke udnyttes, og der tages ikke højde for synergieffekt i matrixen. Dog er matrixen nem at anvende og skaber et hurtigt overblik.

Begge modeller er det op til analytikeren at vurdere, hvordan et produkts situation er.

5.2.2 Vækststrategi

For at blive ved at vokse og samtidigt sikre sig, at konkurrenterne ikke overhaler indenom, er det nødvendigt at skabe vækst. For ikke at tabe markedsandele eller blive udkonkurreret af sine konkurrenter, er det vigtigt at have en strategi, som kan styrke selskabets markedsandele. Strategien skal endvidere sikre, at væksten i et selskab opretholdes. Det vil altid være vigtigt at være klar over sin konkurrenceevne samt at forsvare sine markedsandele.

Ansoffs vækstmatrix blive anvendt til at analysere Pandoras vækststrategi. Denne indeholder to dimensioner: produkt og marked. Satser selskabet på nuværende produkter eller forsøger det at skabe nye produkter? Og satser selskabet på sine nuværende markeder eller forsøger det at trænge ind på nye markeder? Modellen er vist nedenfor:

	Nuværende produkter	Nye produkter
Nuværende markeder	Markedspenetrering	Produktudvikling
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 18 – Vækstmatrixen – Kilde: egen udvikling med inspiration i ”Strategier i vindervirksomheder”, side 364

Jf. ovenstående model ses det, at der eksisterer fire vækststrategier: markedspenetrering, produktudvikling, markedsudvikling og diversifikation.

Markedspenetrering er vækststrategien, hvor der fokuseres på selskabets nuværende produkter og nuværende markeder. Selskabet forsøger ved denne vækststrategi at vinde markedsandele ved at bruge handlingsparametrene 'price' og 'promotion' fra de fire p'er. For at øge sin markedsandel med denne vækststrategi kan Pandora f.eks. øge sin markedsføring eller skrue på priserne for at stjæle markedsandele fra sine konkurrenter.

Søger selskabet at skabe vækst gennem nye produkter på sine eksisterende markeder er der tale om produktudvikling. Her skal selskabet have afsat et nyt produkt på sine eksisterende markeder, hvilket oftest gøres ved brug af handlingsparametrene 'product', 'price' og 'promotion'. Pandora kan for at øge sine markedsandele med denne vækststrategi enten skabe en ny produktkategori, som er noget nyt i forhold til f.eks. 'charms'.

Når selskabet søger vækst igennem sine nuværende produkter på nye markeder, kaldes det markedsudvikling. Dette kræver, at selskabet trænger ind på et nyt marked. Der vil som regel blive gjort brug af handlingsparametrene 'place', 'price' og 'promotion' for at øge væksten.

Hvis selskabet forsøger at skabe vækst via nye produkter på nye markeder kaldes det diversifikation. Her vil selskabet ofte arbejde med alle de fire p'er: 'place', 'price', 'product' og 'promotion'. Denne vækststrategi er behæftet med mere usikkerhed end de øvrige vækststrategier, da der både er tale om ukendte markeder og nye produkter. Det vurderes, at denne vækststrategi ikke vil være fordelagtig for Pandora, da de allerede er på mange markeder og har mange produkter i spil.

Markedspenetrering er ofte den vækststrategi, som er nemmest at føre ud i livet, men samtidigt også den med mindst vækstpotentiale. Produktudvikling og markedsudvikling har som regel et større vækstpotentiale, men er også behæftet med større vaskeligheder. Diversifikation er den vækststrategi med størst vækstpotentiale, men også den med størst risici⁵⁶.

5.2.2.1 Delkonklusion

Det er vurderet, at Pandora kan gøre brug af følgende tre vækststrategier: markedspenetrering og produktudvikling. Markedspenetreringen kan være aktuel, da det er relevant at øge markedsføringen for sine øvrige produktkategorier (udover charms). Produktudvikling er en vigtig brik i smykkebranchen, da moden kræver, at der bliver udviklet nye produkter i takt med, at moden ændrer sig. Derfor er dette en nødvendig vækststrategi for Pandora. Markedsudvikling er relevant, da Pandora har et godt kendskab til deres mange forskellige markeder. Dog opererer Pandora allerede på mange forskellige markeder, hvorfor det vil være svært at finde nye markeder at trænge ind på.

5.2.2.2 Kritik af vækststrategier

Vækstmatrixen er anvendelig til at strukturere de ekspansionsmetoder, som et selskab benytter sig af. Dog er det ikke muligt at udlede, hvilken strategi, som fungerer bedst. Endvidere er ekspansionsmetoder immervæk nemmere at anvende for selskaber med en stærk kapital i forhold til selskaber med en svag kapital.

⁵⁶ Systime, Virksomhedsøkonomi B, ISBN: 9788761670816

5.2.3 Værdikæde

I dette afsnit skal der arbejdes med Pandoras værdikæde. Værdikæden er bestående af aktiviteter, som skaber succes for selskabet og styrker dets konkurrencemæssige fordele. Der arbejdes med den udvidede værdikæde, hvor aktiviteterne deles op i de primære aktiviteter og supportaktiviteter. De primære aktiviteter omfatter de aktiviteter, hvor selskabet omdanner råvarer til produkter, som derefter kan markedsføres og sælges. Selskabets supportaktiviteter er aktiviteter, som understøtter de primære aktiviteter. Værdikæden skal bidrage til at trække Pandoras stærke elementer frem, og dermed vise, hvor de konkurrencemæssige fordele opstår for selskabet. Modellen tager sit udgangspunkt i større produktionsvirksomheder, hvilket er godt anvendelig til analysen af Pandora, som selv er en stor produktionsvirksomhed. Den udvidede værdikæde er ses nedenfor:

Support-aktiviteter	Virksomhedens administrative opbygning:				
	Medarbejderudvikling (Human Ressource Management):				
	Teknologisk udvikling:				
	Indkøb:				
Primære aktiviteter	Indgående logistik:	Produktion:	Udgående logistik:	Salg og markedsføring:	Service:

Figur 19 – Værdikæden – Kilde: egen udvikling med inspiration i ”Strategier i vindervirksomheder”, side 352

Ovenfor ses fordelingen af de primære aktiviteter og supportaktiviteterne. I de kommende afsnit vil der blive fokuseret på de forskellige dele i værdikæden, hvor først de primære aktiviteter vil blive analyseret. Herefter vil fokus flytte sig til supportaktiviteterne.

5.2.3.1 Indgående logistik

Dette område omfatter alle aktiviteter, som vedrører selskabets bestilling, interne og eksterne transport, varemodtagelse samt kontrol og lagring af råvarerne.

Alle Pandoras produkter bliver kontrolleret af en officielt hollandsk virksomhed, som arbejder med kontrolstempling. Dette sker i henhold til lovgivningen i EU: ”Konventionen om kontrol og stempning af varer af ædle metaller fra 1988”⁵⁷. Processen sikrer, at Pandoras produkter lever op til den lovgivning på området for ædelmetaller, og at smykkerne indeholder den korrekte mængde af sølv, guld eller platin.

Endvidere fokuserer Pandora på bæredygtighed, hvilket er en vigtig forretningsdriver, da forbrugerne i dag bliver mere bevidste om at købe mærker, som har stærke sociale og miljømæssige profiler. Pandora anvender bl.a. genanvendte metaller⁵⁸, hvilket skaber værdi for kunderne, da mange forbrugere ønsker at købe sine produkter hos miljøbevidste forhandlere.

Pandora sikrer med sin indgående logistik, at de råvarer til produktion af Pandoras smykker, lever op til kravene på området, hvilket skaber værdi for kunderne, da de er sikret den rette kvalitet.

5.2.3.2 Produktion

I produktionen produceres råvarerne til færdigvarer. Her sker også planlægning af den mængde, som skal produceres.

Pandoras smykker fremstilles i Thailand. Mere end 11.500 teammedlemmer driver Pandoras håndværksfaciliteter samt deres innovationscenter i Thailand⁵⁹. Smykkerne produceres i en kombination af håndværk fra mennesker og avancerede teknologier. Designerne finder inspiration i forbrugertendenser og andre data for løbende at skabe smykker, som forbrugerne kan anvende hver dag og til alle formål⁶⁰.

Produktionen sker dermed på Pandoras egne fabrikker, hvilket er med til at øge værdien for kunderne, da produktionen er omkostningsminimeret. Endvidere er Pandora bevidst omkring miljøet, og derfor produceres smykkerne på en måde, hvor der maksimeres ressourceeffektiviteten⁶¹.

⁵⁷ Pandora, Ofte stillede spørgsmål

⁵⁸ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 16

⁵⁹ Pandora, How we work

⁶⁰ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 15

⁶¹ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 16

Pandoras produktion skaber dermed værdi for forbrugerne, da omkostningsminimeringen gør, at smykkerne kan sælges til overkommelige priser.

5.2.3.3 Udgående logistik

I denne del af processen bliver færdigvarerne modtaget fra produktionen, hvor de efterfølgende lagres, distribueres og ekspederes. Ydermere står den udgående logistik for ordremodtagelsen fra kunderne.

Når smykkerne er færdigproducerede på fabrikkerne i Thailand, leveres de verden over til Pandoras butikker. Pandora har sikret en høj forsyningssikkerhed igennem sine distributionskanaler. Der er udarbejdet leverandørprogrammer som interne uddannelser samt leverandørrevisioner⁶², hvilket sikrer distributionsprocessen. Der foretages risikovurdering samt overvågning af leverandørerne⁶³, hvilket sikrer, at Pandora hele tiden har leverancerne under kontrol. Dermed skabes der værdi for kunderne, da leveringerne af smykker er under kontrol og sker under 'gode' forhold.

5.2.3.4 Salg og markedsføring

Her sker planlægning af salg, markedsføring samt fastlæggelse af priser. Det er her, at der skal skabes aktiviteter, som sikrer, at kunderne køber produkterne.

Pandoras smykker sælges på seks kontinenter i mere end 100 lande. Smykkerne sælges gennem mere end 7.400 salgssteder. Pandoras koncept indebærer salg gennem konceptbutikker, multibrand butikker samt shop-in-shop-butikker. Butiksnetværket understøttes med salgsmateriale, marketing samt træning fra Pandora⁶⁴. Pandora er dermed aktive i processen i forhold til salg og markedsføring. Fordelt over hele verden har Pandora 2.770 konceptbutikker, hvoraf 1.397 af dem er ejet direkte af Pandora selv⁶⁵. Denne form for distribution af smykker er særlig, da konceptbutikkerne er en måde at skille sig ud fra øvrige smykkeforhandlere.

⁶² Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 22

⁶³ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 22

⁶⁴ Pandora, How we work

⁶⁵ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 46

Endvidere har Pandora stort fokus på oplevelsen i de traditionelle butikker, da er vigtigt, at der skabes et personligt forhold til brandet. Pandora har i 2019 kørt et pilotprojekt på et nyt butikskoncept, som har udvidet oplevelsen for forbrugerne med nye metoder til at komme i kontakt med brandet og udforske Pandoras produkter⁶⁶.

Pandora er bevidste om deres nøglemarkeder og på at skabe smykker, som kan sammensættes på mange måder, som kan udtrykke kundernes personlighed og historie⁶⁷. Denne bevidsthed er vigtigt i forhold til salget af smykkerne samt at markedsføringen rammer målgruppen bedst muligt. Programme NOW vil i 2020 anvende kendte, bloggere/influensers og deres bedste samarbejder fra 2019 til at markedsføre sine smykker⁶⁸.

Der skabes værdi for forbrugerne igennem Pandoras salg og markedsføring, da der skabes særlige oplevelser i butikken samt målrettet markedsføring.

5.2.3.5 Service

Service indebærer aktiviteter, som f.eks. udarbejdelse af brugervejledninger, håndtering af reklamationer, osv. Dette skal sikre, at kunden får den fulde værdi af deres køb.

Pandoras service ligger bl.a. i, at oplevelsen og servicen skal være i top, når kunderne besøger de fysiske butikker. Ligeledes skal kundeservice, reklamationshåndtering, osv. være serviceminded, så kunderne får en god oplevelse ved handlen med Pandora. Derudover er der service forbundet med rådgivning i forbindelse med sammensætning af allerede erhvervede smykker.

Servicen er altid en vigtig del af en god købsoplevelse hos forbrugerne. Det er derfor en vigtig for at skabe værdi for sine kunder. Pandora sikrer sin kundeservice igennem oplevelsen i butikkerne samt uddannelse af personale til at yde den bedst mulige service og rådgivning.

⁶⁶ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 16

⁶⁷ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 15

⁶⁸ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 18

5.2.3.6 Selskabets administrative opbygning/infrastruktur

Dette er den første supportaktivitet. Støtteaktiviteten indebærer f.eks. ledelse og organisationsstruktur.

Ledelsesstrukturen i selskabet er, at der er en direktion og en bestyrelse. Den 31. december 2019 sad der 8 medlemmer i Pandoras bestyrelse⁶⁹.

Første år af deres turn-around er afsluttet (Programme NOW). Målet er, at brandets relevans og rækkevidde skal styrkes for at bringe Pandoras vækst tilbage⁷⁰. Udover igangsættelsen af det toårige turn-around-program har Pandora i april 2019 fået ny administrerende direktør, Alexander Lacik⁷¹.

Dermed har Pandora fået ny administrerende direktør samt igangsat programmet NOW, som skal få Pandora til at skabe vækst i fremtiden. Den nye strategi Programme NOW skal også styrke organisationen, og derfor har Pandora ansat Martino Pessina, som skal varetage en nyoprettet stilling som kommerciel direktør. Marino Pessina kommer fra en stilling som direktør for den nordamerikanske afdeling hos modekoncernen H&M⁷².

Pandora har endvidere fra årsskiftet, 1. januar 2020, fået ny bestyrelsesformand. Her afløste Peter Ruzicka, tidligere topchef i Orkla, Peder Tuborgh, som er topchef hos Arla. Peter er overbevidst om, at Programme NOW vender Pandoras fremadrettede udvikling⁷³. Skiftet har modtaget kritik, da der med skiftet af direktør i selskabet har været brug for noget stabilitet og kontinuitet⁷⁴.

Der er dermed sket skifte i Pandoras organisationsstruktur og der er igangsat et nyt program, og det forventes, at der i fremtiden skabes øget vækst for Pandora.

⁶⁹ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 25

⁷⁰ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 5

⁷¹ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 9

⁷² RetailNews.dk, "Pandora henter ny direktør fra H&M's topledelse"

⁷³ Børsen, "Pandora-formand: Det er klart, at en del af aktionærerne har haft mistillid til Pandora"

⁷⁴ Jyllandsposten, "Er Peder Tuborgh ved at forlade Pandora ad bagvejen?"

5.2.3.7 Medarbejderudvikling

HR (de menneskelige ressourcer) omfatter aktiviteter, som rekruttering, uddannelse, udvikling samt fastholdelse af medarbejdere i selskabet.

Pandoras beskriver sine medarbejdere som mere end et globalt team af kollegaer. Det er en gruppe af sammensatte individer, der arbejder sammen. De bruger ordet ”pride”, som betyder stolthed, når de beskriver deres arbejde. Pandora ønsker, at deres medarbejdere er stolte af at arbejde med andre ”Pandora-mennesker” rundt om i verden⁷⁵.

Respekt, åbenhed og en stærk holdånd er ifølge Pandora vigtige for at vokse. Derfor ansætter Pandora venlige kolleger, som, verden over, lytter til og hjælper hinanden⁷⁶.

Der bliver lagt vægt på, at alle ansatte er vigtige, og at ingen er vigtigere end teamet. Pandora bruger en løve til at beskrive sine medarbejderes indstilling. Løven er bestående af stærke individer, som alle er vigtige, men gruppen er vigtigst. Det er når individerne arbejder sammen, at der skabes mest succes. Der arbejdes mod et fælles mål, som lykkedes, fordi de stoler på hinanden. Nøglen til overlevelse og succes er deres stolthed og samarbejde⁷⁷.

Dermed er stolthed og samarbejde nøgleord for Pandoras medarbejdere. Dette er igen en værdiskabende for Pandoras forbrugere, da sociale forhold er noget, som mange forbrugere vægter højt, når de vælger forhandler.

5.2.3.8 Teknologisk udvikling

Denne støtteaktivitet har til formål at udvikle nye produkter. Her bør fastsættes et passende produktmix, som både indeholder veletablerede produkter samt nye og spændende produkter. Her kan man tænke på Boston-matrixen, som kan give en indikation på, hvorvidt selskabet har en god produktsammensætning.

⁷⁵ Pandora, Pride

⁷⁶ Pandora, How we work

⁷⁷ Pandora, Pride

Som tidligere nævnt finder Pandoras designere inspiration i forbrugertendenser samt andre data. Dette sikrer, at Pandora følger med moden og dermed kan præge trenden.

I forbindelse med Pandoras produktsammensætning er det vigtigt at pointere, at Pandora bør være opmærksomme på at udvikle nye produkter, da deres største kategori omsætningsmæssigt er nærmer sig modningsfasen. Derfor skal kategorien enten udvikles ellers bør der være nye produkter på tegnebrættet, som kan sikre væksten.

5.2.3.9 Indkøb

Indkøb indeholder de aktiviteter, som relaterer sig til indkøb af råvarerne samt bygninger, maskiner og inventar. Her er valg af leverandører og indgåelse af aftaler en central opgave.

Pandora fremstiller sine egne smykker. Dermed er størstedelen af selskabets indkøb bestående af råvarer til fremstilling af disse smykker. Ædelmetallerne indkøbes, hvoraf 98% af de indkøbte sølvkorn og 100% af de indkøbte guld-korn kom fra genanvendelige metaller i 2019⁷⁸.

For guld har der været selskaber, som har været certificeret i henhold til fastlagte standarder. Disse selskaber har certificeret Pandoras guld i henhold til certificeringsordningen. I 2019 har et af de certificerede selskaber været ved at udvikle sig til også at kunne certificere sølv. Dette har førhen ikke været muligt. Pandora har støttet initiativet samt deltaget i udviklingen, og i dag er alle deres leverandører af sølv ligeledes certificeret⁷⁹.

Derfor skaber Pandora værdi for sine kunder, da alle ædelmetallerne er certificerede. De er kontrollerede for at leve op til de standarder, som forventes. Endvidere er ædelmetallerne i stort omfang genanvendelige, hvilket er godt for miljøet, og samtidigt noget som mange forbrugere efterspørg.

⁷⁸ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 30

⁷⁹ Pandora, Silver and gold

5.2.3.10 Delkonklusion

Værdikæden skal sikre, at selskabet leverer mest mulig værdi til sine kunder for mindst mulige omkostninger. Det er derfor centralt at samle op, hvor i værdikæden Pandora skaber værdi for sine kunder. Pandora eger hele sin værdikæde, hvilket er et bevidst valg. Der skabes værdi for kunderne over hele linjen. Det er dog vigtigt at fremhæve produktionen i Thailand, hvor der udføres en omkostningseffektiv produktion af egne designs. Pandora har unikke distributionsmuligheder igennem sine konceptbutikker, og det er en værdiskabende for Pandoras kunder. Derudover anvender Pandora genanvendelige samt certificerede råvarer, hvilket sikrer kvaliteten samt har fokus på miljøet. Pandora er dog ret følsom, hvis deres produktsegment fejler. Ligeledes er Pandora følsom overfor ændringer i råvarepriser på specielt guld og sølv. Pandoras værdikæde er en del af deres succesformel, da de skaber værdi igennem alle deres aktiviteter.

5.2.3.11 Kritik af værdikæden

Værdikæden ser kun på de allerede eksisterende værdier og tiltag i selskabet. Det er derfor en statisk model, som udelukkende ser på selskabets nuværende situation. Ønsker et selskab at udvikle sig, skal den se ud over allerede eksisterende forhold og se på områder, som den fordelagtigt kunne udvikle og skabe nye kombinationer af værdiskabende aktiviteter. Modellen er udviklet i industritiden, hvilket betyder, at den primært er tilpasset større produktionsvirksomheder. Modellen vil i sin originale form derfor ikke give mening at anvende for mindre virksomheder og servicevirksomheder, da de ikke har nævneværdi indkøb, logistik osv. Dog er Pandora en stor produktionsvirksomhed, og denne kritik er derfor uden betydning for Pandora.

5.2.4 Konkurrencestrategi

En virksomheds konkurrencestrategi, generiske strategi, fastsættes ud fra to overordnede kategorier: konkurrencemæssig fordel og målgruppe. De konkurrencemæssige fordele kigger på, om selskabet konkurrerer ud fra lave omkostninger eller et unikt produkt. Målgruppen ser på, om selskabet har store markedsandele og en bred målgruppe eller en mindre markedsandel og en snæver målgruppe. Nedenfor ses konkurrencestrategierne:

		Konkurrencemæssige fordele	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Målgrupper	Stor markedsandel: Bred målgruppe	Omkostningslederstrategi	Differentieringsstrategi
	Mindre markedsandel: Snæver målgruppe	Omkostningsfokusstrategi	Fokuseret differentieringsstrategi

Figur 20 – Konkurrencestrategi – Kilde: egen udvikling, model fra Toolbox til afsætning

Omkostningslederstrategien ønsker at konkurrere med sine konkurrenter på prisen. Prisen er det primære handlingsparameter. Når der er tale om en produktionsvirksomhed, vil der ofte være foretaget investeringer i et effektivt produktionsanlæg, da denne konkurrencestrategi forsøger ofte at opnå stordriftsfordele.

Differentieringsstrategien er, når en virksomhed tillægger sit produkt ekstra værdi i kundernes øjne. Den forsøger at skabe et unikt produkt, men samtidigt have fokus på prisen. Her vil typisk være tale om et heterogent marked, hvor der fra kundernes side er præferencer.

Omkostningsfokusstrategien ønsker at sælge sit produkt til en bestemt del af et marked. Her satses på et udvalgt markedssegment. Der er ofte tale om et homogent marked, hvor prisen er det primære handlingsparameter.

Fokuseret differentieringsstrategi udvælger et mindre markedssegment, hvor der er præferencer på markedet. Det er derfor nødvendigt at udbyde et unikt produkt. Det er muligt at opnå højere salgspriser, og dermed skabe en god indtjening.

Pandora sælger sine smykker i mere end 100 lande til overkommelige priser⁸⁰. Derfor vurderes Pandoras målgruppe at være bred, da de har en stor markedsandel. Pandora vil sælge smykker til overkommelige priser. Produktionen er placeret i Thailand for at optimere omkostningerne hertil. Det vurderes derfor, at Pandoras konkurrencemæssige fordel er lave omkostninger. Pandoras konkurrencestrategi er dermed omkostningslederstrategien.

⁸⁰ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 37

5.2.4.1 Delkonklusion

Pandoras konkurrencestrategi er vurderet til at være omkostningslederstrategien, da der er fokus på en omkostningseffektiv produktion i Thailand og er målgruppen bred.

5.2.4.2 Kritik af konkurrencestrategier

Porters konkurrencestrategier er en af hans mest kritiserede modeller. Modellen mener kun det er mulig at konkurrere mod sine konkurrenter ved enten at minimere sine omkostninger eller differentiere sig. Endvidere kan virksomhederne forsøge at afdække et udvalgt segment af markedet eller hele markedet. Dette giver fire konkurrencestrategier. Porter mener ikke, at de fire konkurrencestrategier kan kombineres for at opnå succes. Han mener, at selskabet vil ende ”stuck in the middle”, hvis der sker en kombination af strategierne. Gennem årene er det dog set, at det kan lykkedes nogle virksomheder at kombinere konkurrencestrategierne og samtidigt opnå succes. Det kan derfor påpeges, at nogle virksomheder vil være ”luck in the middle”.

5.2.5 Delkonklusion interne analyser

De interne analyser har givet et indblik i, hvilke interne faktorer som påvirker Pandora. Der er blevet defineret styrker og svagheder, som Pandora bør være opmærksomme på. De vigtigste faktorer vil blive trukket med ned i den opsamlende SWOT-analyse. De udvalgte styrker er: overskud regnskabsmæssigt, produktion i Thailand, kendt brand med mange års erfaring samt produktkategorien ’charms’. De svagheder, som er udvalgt er: stagneret omsætning, ’charms’ samt forværring af nøgletal.

6. Opsamling SWOT

I dette afsnit vil konklusioner fra de historiske analyser blive opsamlet i en SWOT-analyse. Modellen anvendes som en opsamlingsmodel, da den bidrager med et overblik over selskabets stærke og svage sider samt dets muligheder og trusler. De interne analyser vil bidrage til at påpege Pandoras styrker og svagheder, mens de eksterne analyser vil blive anvendt til at se Pandoras muligheder og trusler.

Det er udelukkende de væsentligste punkter, som er fremhævet for de fire kategorier i SWOT-analysen. De udvalgte elementer for Pandora ses nedenfor:

Styrker	Svagheder
• Regnskabsmæssigt overskud • Produktion i Thailand = reducere af omkostninger • Kendt brand med mange års erfaring • Charms	• Stagnerende omsætning (fald i 2019) • Charms • Nøgletal forværret i 2019
Muligheder	Trusler
• Produktudvikling • E-handel/onlinehandel • Øge markedsføring	• <u>Corona</u>-virus (COVID-19) • Substituerende produkter • Produktion i Thailand – politisk/lovgivningsmæssig uro • Lavkonjunktur (luksusvarer)

Figur 21 – SWOT-analyse – Kilde: egen udvikling

I de kommende afsnit vil de udvalgte elementer blive behandlet.

6.1 Stærke sider

Afsnittet behandler de udvalgte stærke sider. De væsentligste stærke sider for Pandora er vurderet at være: regnskabsmæssigt overskud, produktion i Thailand, deres kendte brand samt produktkategorien 'charms'. Styrkerne vil nedenfor blive beskrevet.

6.1.1 Regnskabsmæssigt overskud

Pandora har haft overskud gennem de seneste fem år. Overskuddet steg fra 2015 til 2016, hvorefter det er vendt. I 2019 faldt det regnskabsmæssige overskud markant, hvilket i sig selv ikke er positivt. Gennem tiden har Pandora udviklet sig til at være en velkonsolideret og solid virksomhed, og det er muligt, at indtjeningen kan falde yderligere uden, at det får fatale konsekvenser. Det er vigtigt at nævne, at hvis Pandora fortsætter med at falde overskudsmæssigt, vil det blive en svag side. Omsætningen i perioden er steget frem til 2018, hvorefter der er sket et mindre fald i 2019. Det er på denne baggrund, at det vurderes at være en af Pandoras styrker.

6.1.2 Produktion i Thailand

Produktionen i Thailand på egne produktionsanlæg er en styrke for Pandora. Lønniveauet i Thailand er væsentligt lavere end i andre lande, som f.eks. Danmark. Det er derfor billigere at anvende thailandsk arbejdskraft. Produktionsanlæggene er forholdsvis nye, og det vurderes, at teknologien er 'up-to-date' og endvidere sikrer de nye produktionsanlæg, at der sker omkostningsminimering af produktionsomkostningerne. Dette gør, at Pandoras produktion i Thailand kan skabe en større fortjeneste på produkterne, da omkostningerne er minimeret.

6.1.3 Kendt brand med mange års erfaringer

Pandoras er et globalt kendt brand, da de opererer i mere end 100 lande. Det er en styrke, da forbrugerne kender brandet i forvejen. Brandet har mange års erfaringer, hvilket betyder, at der er et godt kendskab til forbrugerne, de forskellige markeder, kulturer osv. Dette er en styrke i forbindelse med markedsføring, indtrængning på nye markeder samt produktudvikling.

6.1.4 Charms

Pandoras vigtigste produktkategori 'charms' er både placeret som en styrke og en svaghed. Produktkategorien er en styrke, da det er den produktkategori, som udgør den største del af omsætningen. Produktkategorien er en af Pandoras kendetegn, som de fleste forbrugere kender. Omsætningen for 'charms' er ikke længere i vækst, og det er derfor nødvendigt at være opmærksom på dette element, hvilket beskrives nærmere i afsnit "6.2.2 Charms".

6.2 Svage sider

Dette afsnit vil beskrivelse Pandoras svage sider. Pandoras tre væsentligste svage sider er: omsætningens udvikling, produktkategorien 'charms' samt de forværrede nøgletal. Svaghederne vil blive beskrevet nedenfor.

6.2.1 Udvikling i omsætningen

På trods af, at omsætningen steg fra 2015 til 2018, er det væsentligt at bemærke, at omsætningen fra 2017 til 2018 stagnerede. I 2019 oplevede Pandora et fald i omsætningen. Denne udvikling er en svag side, da omsætningskurven helst ikke skal falde for meget. Det ses, at 'charms', den mest sælgende produktkategori, kræver opmærksomhed, da salget heraf falder. Pandora forventer, at den organiske vækst falder i 2020, hvilket ikke er et godt udgangspunkt. Dog er Pandora i gang med at indfase Programme NOW, hvilket forhåbentligt får en positiv betydning for omsætningen og den organiske vækst.

6.2.2 Charms

Salget af 'charms' er faldende, hvilket er alarmerende, da denne kategori står for størstedelen af Pandoras omsætning. Derfor er det vigtigt at være opmærksomme herpå, da produktkategorien ikke står lige så stærk, som den tidligere har gjort. Det er bl.a. produktkategorien 'charms', som har sikret Pandoras kendskabsgrad. Pandora er afhængige af deres salg af 'charms'.

6.2.3 Forværring af nøgletal i 2019

Pandoras nøgletal for 2019 er markant forværret i forhold til 2018. Nøgletallene er forværret siden 2016, hvilket er en svaghed. Forværringen betyder, at selskabet har klaret sig dårligere end tidligere år. Endvidere betyder det, at det kan forventes, at færre vil investere i Pandora aktier. En forværring i nøgletallene over flere år er en negativ udvikling, som bør rettes op på, hvis det er muligt.

6.3 Muligheder

I dette afsnit vil Pandoras muligheder blive beskrevet. Følgende muligheder for Pandora er udvalgt: produktudvikling, onlinehandel samt øgning af markedsføringen. Nedenfor vil mulighederne blive beskrevet.

6.3.1 Produktudvikling

Pandora har mulighed for at produktudvikle, hvilket vil betyde, at selskabet får nye produkter til deres produktportefølje. Denne mulighed er åben for Pandora, da de har midlerne til at udvikle nye produkter. Produktudvikling kan anvendes til at skabe nye produkter, som kan stabilisere, og måske øge den samlede omsætningen.

6.3.2 E-handel/onlinehandel

Der ses en samfundsmæssig tendens til, at onlinesalg bliver mere vigtig for virksomhedernes salg. Pandoras salg gennem online platforme er stigende. Der er mulighed for at forsøge at øge sin indtjening gennem e-handel. Dette er en nem måde at nå ud til sine kunder, men samtidigt er det et område, hvor Pandora hurtigt kan blive overhalet af sine konkurrenter, hvis de ikke er med.

6.3.3 Øget markedsføring

Pandoras stærke brand og deres mange års erfaring i branchen giver mulighed for at tilrettelægge en mere målrettet markedsføring mod sine forbrugere, men også mod nye kundegrupper. Pandora kan udnytte muligheden for at øge markedsføringen til at øge kendskabet til Pandoras yderligere produktkategorier, som ikke er lige så kendte som produktkategorien 'charms'.

6.4 Trusler

Dette afsnit vil indeholde en beskrivelse af de trusler, som Pandora skal være opmærksomme på. I rapporten er de væsentlige trusler på nuværende tidspunkt defineret: COVID-19, substituerende produkter, produktion i Thailand i forhold til politisk uro og lavkonjunktur i markedsøkonomien. Truslerne vil nedenfor blive beskrevet.

6.4.1 COVID-19

Corona-virussen er, som tidligere nævnt, en realitet globalt set, som ikke er til at komme udenom. Den truer verdens virksomheder. Pandora er på nuværende tidspunkt allerede ramt af lukninger af

butikker samt fald i aktiekursen som følge heraf. Det er endnu uvist, hvornår virussen kommer under kontrol, og det er dermed svært at sige, hvor længe den vil påvirke verdenssituationen. Derfor er COVID-19 en trussel, som allerede opleves hos Pandora. Den truer også på længere sigt, da dens udvikling er ukendt. Det er umuligt for Pandora selv at påvirke selve virussen, men det er muligt at skrue ekstra op for f.eks. online markedsføring samt E-handel.

6.4.2 Substituerende produkter

Da smykker er kategoriseret som en luksusvare, er der mange substituerende produkter hertil. Der er mange forskellige udbydere af både smykker og andre substituerende produkter, som Pandora 'kæmper med'. Moden er vigtig for smykkebranchen, og denne også vigtig i forhold til konkurrencen fra substituerende produkter. Moden vil præge forbrugernes præferencer. Smykkers substituerende produkter spænder bredt fra associeres, tøj, sko, tasker til rejser, koncerter, osv. Derfor er konkurrencen fra substituerende produkter bred.

6.4.3 Lavkonjunkturer

Som tidligere nævnt er substituerende produkter en luksusvare. Dette betyder, at konjunkturerne i markedet vil have betydning for salget af smykker. Smykker er ikke en nødvendighedsvare, og der vil derfor formentligt ikke sælges lige så mange smykker i lavkonjunkturperioder, som der vil i højkonjunkturperioder. Derfor er det en trussel, hvis der kommer lavkonjunktur, da det vil have betydning for salget af smykker. Denne trussel er svær at handle på for Pandora selv, da selskabet ikke har indflydelse på markedskonjunkturerne.

6.4.4 Produktion i Thailand (politiske uroligheder)

Pandoras produktion befinder sig, som tidligere nævnt, i Thailand. Thailand har tidligere været præget af politiske uroligheder. Dette kan udgøre en trussel for Pandora, da politiske uroligheder kan få alvorlige konsekvenser for produktionen. Det er vigtigt at nævne, at der de seneste år ikke har været problemer for Pandoras produktion som følge af politiske uroligheder, men det vil er fortsat en trussel, som kan blive aktuel.

6.5 Kritik

Det er vigtigt at understrege, at målet med anvendelsen af SWOT-analysen ikke er at tegne et glansbillede af selskabet. Det vigtigste i forhold til SWOT-analysen er at være kritisk i forhold til at analysere de fire elementer således, at analysen kan fungere dokumenterende samt underbyggende⁸¹.

6.5 Delkonklusion

SWOT-analysen har defineret Pandoras væsentligste styrker, svagheder samt muligheder og trusler. Analysen er anvendt som opsamling på regnskabsanalysen samt de strategiske analyser, og skal anvendes til næste afsnits TOWS-analyse. SWOT-analysen har gjort det klart, at Pandora besidder både stærke og svage sider, men samtidigt også både har muligheder og trusler, som selskabet bør være opmærksom på.

7. TOWS

Når der er foretaget en SWOT-analyse og forandringsbehov er defineret, da skal der tænkes fremad. Derfor skal strategiske tiltag for at forbedre sig vurderes. Denne proces kan TOWS-analysen hjælpe med. Analysen bidrager med at kombinere muligheder og trusler samt stærke og svage sider. Dette sker for at fremhæve de vigtige strategiske muligheder⁸². Neden for ses kombinationen af udvalgte elementer:

⁸¹ Strategi i vindervirksomheder, side 239

⁸² Strategi i vindervirksomheder, side 245

	Styrker	Svagheder
Muligheder	<u>Initiativer at udnytte:</u> • Kendt brand med mange års erfaring → Produktudvikling • Kendt brand med mange års erfaring → Øge markedsføring • Regnskabsmæssigt overskud → E-handel/onlinehandel	<u>Initiativer til forbedring af kompetencer:</u> • Charms → Produktudvikling • E-handel/onlinehandel → Stagnerende omsætning (fald i 2019)
Trusler	<u>Initiativer at forbedre:</u> • Kendt brand med mange års erfaring → Substituerende produkter • Produktion Thailand → Lavkonjunkturer	<u>Initiativer at undgå:</u> • Charms → Substituerende produkter

Figur 22 – TOWS-analyse – Kilde: egen udvikling

Ovenstående initiativer vil blive beskrevet i nedenstående afsnit.

7.1 Initiativer at udnytte

I dette afsnit vil de initiativer, som Pandora kan udnytte, blive beskrevet. Disse initiativer er en kombination af Pandoras styrker og muligheder kaldet SO-tiltag.

Først og fremmest kan Pandora udnytte, at selskabet er et kendt brand med mange års erfaring til at udvikle nye produkter. Det vil være optimalt at bruge sin viden til at udvikle nye produkter, som kan bidrage positivt til omsætningen og samtidigt 'tage lidt over' for produktkategorien 'charms', som er i en nedadgående udvikling. Dette tiltag kan bidrage til at bevare eller forbedre den samlede omsætning.

Endvidere kan Pandora at anvende sit brand og erfaring til at øge og målrette sin markedsføring. Kendskab til sine kunder og forskellige markeder gør det muligt at målrette markedsføringen direkte mod forbrugerene. Initiativet er også relevant i forhold til ovenstående initiativ. Det vil i denne situation være vigtigt med en skarp markedsføring for, at Pandora bliver kendt for mere end primært sine charms. Dette initiativ er et vigtigt led i at øge opmærksomheden mod sine øvrige produktkategorier.

Pandora har haft regnskabsmæssigt overskud i mange år, hvilket har gjort, at selskabet er en solidt. Pandora kan benytte sin kapital til at investere i onlinesalg for at sikre, at oplevelsen ved deres eSTOREs er unik og samtidigt forbedre muligheden for at handle online. Det er her vigtigt, at der er fokus på, at der opnås en god profil på de sociale medier, det er et vigtigt led i onlinehandel. Grundet COVID-19 er det særligt vigtigt for Pandora at være fremme i skoene med deres onlinesalg, således omsætning gennem E-handel kan opnås.

7.2 Initiativer til forbedring af kompetencer

I dette afsnit vil de initiativer som kan forbedre Pandoras kompetencer blive beskrevet. Disse initiativer er en kombination af Pandoras svagheder og muligheder, hvilket kaldes WO-tiltag.

Pandora bør overveje at udnytte muligheden i produktudvikling. Dette initiativ giver mulighed for at styrke den samlede omsætning, og dermed veje op for faldet i salget af charms. Der skabes nye produkter, som forhåbentligt kan ramme forbrugerne og sikre, at Pandora bliver kendt for sine andre produktkategorier. Dette skal skabe øget omsætning i produktporteføljen. Dette kan gøre Pandora mindre afhængig af én bestemt produktkategori.

Den stagnerende omsætning, som er begyndt at falde, kan afhjælpes ved brug af øget fokus på E-handel. Denne salgsform er i fremgang for Pandora. Forbrugerne begynder at shoppe mere og mere online, og det er derfor vigtigt for Pandora, at de er med på udvikling. Er Pandora ikke med på denne trend, vil de formentligt tabe omsætning til konkurrenterne. Øges omsætningen gennem denne kanal, kan det forhåbentligt afhjælpe den stagnerende omsætning, og være med til at øge omsætningen.

7.3 Initiativer at forbedre

Dette afsnit vil indeholde en beskrivelse af de initiativer, som Pandora kan forbedre. Initiativerne er en kombination af styrker og trusler, som kaldes ST-tiltag.

Pandoras kendte brand og erfaring kan anvendes i forhold til truslen fra substituerende produkter. Pandora har gennem tiden oparbejdet et godt kendskab til moden og dens udvikling. Derfor skal

selskabet anvende sin viden til at komme de substituerende produkter i forkøbet. Det er vigtigt, at der er fokus på at være med på moden og ikke mindst være med til at præge den for, at de substituerende produkter ikke får mere af forbrugernes opmærksomhed end nødvendigt. Dette er den bedste mulighed for at afværge truslen fra substituerende produkter.

Pandoras produktion i Thailand kan være med til at mindske truslen ved lavkonjunkturer. Produktionen er omkostningsminimeret, og derfor er omkostningerne allerede er skåret ind til benet. På den måde sikres det, at der ikke er store omkostninger forbundet med produktionen, når en lavkonjunktur rammer markederne. Det er positivt for Pandora, at de gennem flere år har præsenteret positive resultater, og derfor er bedre 'rustet' til en lavkonjunktur med nedgang i salget.

7.4 Initiativer at undgå

I dette afsnit vil det initiativ, som Pandora skal forsøge at undgå blive behandlet. Initiativet er en kombination af Pandoras svagheder og trusler. Dette kaldes WT-tiltag.

Pandoras produktkategori 'charms' er, som tidligere nævnt, begyndt at bevæge sig længere ud i sin livscyklus og nærmer sig nedgangsfasen. Charms er Pandoras bedst sælgende produktkategori, og selskabet er afhængig af omsætningen af netop disse. Derfor er truslen fra substituerende produkter særdeles hård. Hvis moden ændrer sig og charms ikke længere er moderne, vil selskabets omsætning påvirkes negativt. Dette initiativ kan Pandora f.eks. forsøge at undgå ved at gøre brug af de øvrige initiativer, som er nævnt i TOWS-analysen. Der er nævnt forskellige muligheder til, hvordan Pandora kan forebygge denne trussel.

7.5 Delkonklusion

Pandora har forskellige initiativer, som kan anvendes til at forbedre selskabet. Styrker, svagheder, muligheder og trusler kan kombineres på forskellig vis for at forbedre selskabet. Der er flere forskellige initiativer, som er mulige for Pandora at anvende i forhold til at forbedre selskabet, og på denne måde sikre fremtiden.

8. Budgettering

I dette afsnit vil den viden, som er opnået igennem regnskabsanalysen og de strategiske analyser blive anvendt til at vurdere Pandoras fremtidige værdiskabelse. Der bliver i dette afsnit udarbejdet et budget. Budgettet er en forudsætning for kvaliteten af værdiansættelsen. Det er derfor vigtigt, at der er foretaget en retvisende budgettering.

Det er vigtigt at slå fast, at der i budgetteringen ikke er indarbejdet yderligere omsætningsreduktion i forhold til dem, som selskabet selv har meldt ud. Der er derfor ikke reguleret for omsætningsreduktion som følge af corona-epidemien.

8.1 Budgetperiode

En budgetteringsfase indledes med, at budgetperioden fastlægges. Det er vigtigt, at der fastsættes en budgetperiode, som kan give et retvisende billede af den fremtidige situation. Når budgetperioden skal fastsættes, er der nogle forhold, som skal overvejes før, at den kan fastlægges. En budgetperiode starter med nuværende regnskabsår og løber frem til, at det ikke længere er meningsfyldt, og hvor analytikeren ikke længere med rimelighed kan forudsige udviklingen.

Nedenstående tabel viser, hvordan den teoretiske budgetperiode fastlægges. Dette sker ud fra selskabets konkurrencemæssige fordel er samt dets markedsmæssige position:

Vækstudsigter for branchen				
Konkurrencemæssig fordel for den specifikke virksomhed		Lav (Moden)	Medium (Konsolidering)	Høj (Opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	10 år
	Ja, også på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 23 – Vækstudsigter for branchen til fastlæggelse af budgetperiode – Kilde: egen udvikling med inspiration i ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang”, side 320

Da Pandora står midt i en fase, hvor selskabet ønsker at transformere sig i forhold til den nuværende indførsel af Programme Now⁸³. Endvidere befinder selskabet sig i en periode med lav vækst- Derfor vurderes det, at en budgetperiode på 5 år, er det mest hensigtsmæssige på nuværende tidspunkt. En længere budgetperiode vil medføre, at der er for mange usikkerheder i forhold til den fremtidige situation for Pandora. Pandoras konkurrencemæssige fordel er vurderet på kort sigt, mens vækstudsigterne for smykkebranchen er vurderet lave, da markedet for smykker har eksisteret længe, og derfor anses som modent. Disse faktorer underbygger valget om budgetperiode på 5 år.

8.2 Driftsaktiviteten

Budgettering af driftsaktiviteten indebærer budgettering af følgende vækstdrivere: vækstrate for omsætningen, aktivernes omsætningshastighed, overskudsgraden samt effekten af skat. Der vil til budgetteringen heraf anvendes oplysninger fra regnskabsanalysen samt den strategiske analyse.

8.2.1 Vækstrate for omsætningen

Når væksten i salget skal budgetteres, kræver det større overvejelser. Det er muligt at foretage en simpel fremskrivning af salgsudviklingen, men en komplet analyse kræver en forståelse for udviklingen af Pandoras forretningsområde. Det er vigtigt at gøre sig overvejelser om branchens salgsvækst samt selskabets specifikke vækstmuligheder.

Pandora har oplevet stigende vækst de seneste år indtil det i 2018 stagnerede. I 2019 oplevede Pandora en faldende omsætning. Det er vigtigt at være opmærksom på, at Pandora forventer en faldende vækst det kommende år, da budgetteringen skal tage højde herfor. Det er vigtigt at nævne, at Pandora forsøger sig med nye tiltag, som bl.a. indebærer udvikling af sine produktkategorier. Forventningen er, at Pandoras omsætning øges, når Programme NOW er indfaset. Derfor forventes Pandoras vækstrate stille og roligt at vende til en positiv udvikling.

Nedenstående tabel viser, hvordan Pandoras omsætning forventes at udvikle sig i budgetperioden:

⁸³ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 18

Budgetforudsætninger								Terminalperiode
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
Omsætningsvækst	0%	-5%	-4%	0%	1%	2%	2%	2%

Tabel 5 – Forecast omsætningens vækstrate – Kilde: egen udvikling

8.2.2 Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed afspejler udviklingen i omsætningen i forhold til aktiverne. Dette nøgletal består af forholdet mellem investeret kapital og omsætningen. Det er derfor nødvendigt at budgettere udviklingen i den investerede kapital for at kunne sige noget om udviklingen i aktivernes omsætningshastighed. Den investerede kapital består af arbejdskapitalen (WCR) samt anlægsaktiver. Disse to elementer vil nedenfor blive vurderet.

Arbejdskapitalens udvikling vil være påvirket af omsætningens udvikling. I foregående afsnit blev det budgetteret, at omsætningen vil udvikle sig mellem -4% til 2%. Det vurderes derfor, at arbejdskapitalen vil følge samme udvikling, og derfor ikke vil have indflydelse på udviklingen af aktivernes omsætningshastighed.

Den investerede kapital er anlægsaktiverne. Pandora forventer at investere mellem 1 til 1,2 mia. kr. i anlægsaktiver i 2020. Dette inkluderer investeringer i Pandoras fysiske butikker, optimering af håndværksfaciliteterne i Thailand samt IT⁸⁴. Det vurderes, at der er mulighed for, at Pandora kan foretage investeringer i anlægsaktiver i budgetperioden. Dette vil påvirke aktivernes omsætningshastighed negativt, da øgede investeringer og en uændret arbejdskapital vil medføre en faldende omsætningshastighed for Pandoras aktiver. Det forventes, at Pandora de kommende år, vil foretage investeringer i cirka samme størrelsesorden, som de har gjort de seneste 5 år. Derfor vurderes det, at Pandora vil foretage investeringer for 1 til 1,5 mia. kr. årligt, hvilket vil fremgå af budgettet.

Som ekstern analytiker besiddes der ikke nok kendskab til Pandoras likvider. Derfor er det ikke muligt at foretage en rimelig vurdering af denne post. Den er derfor sat til en udvikling på 0% i budgetperioden. Ovenstående overvejelser har bragt følgende forecast af aktivernes omsætningshastighed:

⁸⁴ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 11

Budgetforudsætninger								Terminalperiode
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
Invested capital	18.996	19.502	20.564	21.564	22.797	24.264	25.332	26.902
-Likvider	1.387	1.054	1.054	1.054	1.054	1.054	1.054	1.054
-Anlægsaktiver	11.785	15.006	16.206	17.206	18.406	19.806	20.806	22.306
-Arbejdskapital (WCR)	5.824	3.442	3.304	3.304	3.337	3.404	3.472	3.542
Aktivernes omsætningshastighed	1,20	1,12	1,02	0,97	0,93	0,89	0,87	0,84

Tabel 6 – Forecast aktivernes omsætningshastighed – Kilde: egen udvikling

8.2.3 Overskudsgraden

Overskudsgraden er forholdet mellem EBIT og omsætningen. I et tidligere afsnit er Pandoras forventede udvikling i omsætningen fastlagt. Derfor vil dette afsnit fokusere på budgetteringen af EBIT de kommende 5 år.

At budgettere EBIT kræver en detaljeret linje for linje budgettering af omkostningsposterne. Som ekstern analytiker besiddes der ikke det nødvendige kendskab til Pandoras omkostningsstruktur. Pandora oplyser i deres årsrapport for 2019, at de forventer, at EBIT-margen i 2020 er over 23%, hvilket dog er uden omstruktureringsomkostninger⁸⁵. De 23% er fastlagt på baggrund af en negativ påvirkning af højere råvarepriser. På baggrund af manglende kendskab til omkostningsstrukturen bliver forecastet af EBIT foretaget uden en detaljering af de enkelte omkostningsposter.

Pandoras omsætning har været stigende fra 2015 til 2018, dog mest markant fra 2015 til 2016. I perioden steg overskudsgraden også, hvorefter overskudsgraden er faldet. Dette skyldes, at Pandoras omkostninger er steget mere end omsætningen. Det forventes, at overskudsgraden vil stige til 23% det kommende år. Herefter forventes det, at EBIT vil stige på baggrund af, at Programme NOW er indfaset og at omkostningerne vil reduceres samtidigt med omsætningen stiger.

Vurderingen af overskudsgraden har ført frem til følgende forecast:

Budgetforudsætninger								Terminalperiode
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
EBIT	6.431	3.827	4.800	4.100	4.450	5.100	5.350	5.900
Overskudsgraden	28,2%	17,5%	22,9%	19,5%	21,0%	23,6%	24,3%	26,2%

Tabel 7 – Forecast overskudsgraden – Kilde: egen udvikling

⁸⁵ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 11

8.2.4 Effekten af skat

Skatteeffekten er nøgletallet, som viser forskellen på EAT og EBT. Dette er det sidste nøgletal, som er med til at påvirke egenkapitalens forrentning.

Pandora forventer i det kommende år en samlet skatteprocent på 22-23%⁸⁶. Pandora betaler skat i de lande, som de opererer, og derfor kan skatteeffekten svinge fra år til år.

Selskabets skatteeffekt har de seneste år ligget stabilt omkring 23%. Det er derfor denne procentsats, som vil blive budgetteret. Dette ses i nedenstående tabel:

Budgetforudsætninger							Terminalperiode	
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Skatteprocent	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%

Tabel 8 – Forecast skatteeffekten – Kilde: egen udvikling

8.3 Det frie cash flow

Det frie cash flow, er det cash flow, som er til rådighed for dem, som har finansieret selskabets aktiviteter: långivere og aktionærer. Det frie cash flow er uafhængigt af, hvordan selskabet er finansieret. Til værdiansættelse af et selskab kan det frie cash flow anvendes. Følgende formel anvendes til beregning af det frie cash flow:

$$FCF = EBIT(1 - T_C) + Depreciation\ expense - \Delta WCR - Net\ capital\ expenditure^{87}$$

Hvor:

T_C = skatteprocent

Depreciation expense = afskrivninger

ΔWCR = ændringen i arbejdskapitalen

Net capital expenditure = netteinvesteringer

Når det frie cash flow skal beregnes, kræves det, at relevante budgetforudsætninger fastlægges. Budgetforudsætningerne blev fastlagt tidligere og er samlet i en oversigt:

⁸⁶ Pandoras A/S – Årsrapport 2019, side 12

⁸⁷ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 496

Budgetforudsætninger								Terminalperiode
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
Omsætningsvækst	0%	-5%	-4%	0%	1%	2%	2%	2%
COGS	5.723	5.801	5.458	5.458	5.513	5.623	5.736	5.850
COGS i % af omsætning	25%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Kapacitetsomkostninger	10.059	11.542	11.336	10.497	9.541	9.732	8.824	9.000
Kapacitetsomkostninger i % af omsætning	44%	53%	54%	50%	45%	45%	40%	40%
Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
Skat	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Investeringer	1.882	3.919	1.972	1.819	2.076	2.343	1.991	2.562
EBIT	6.431	3.827	4.800	4.100	4.450	5.100	5.350	5.900
Overskudsgrad	28,2%	17,5%	22,9%	19,5%	21,0%	23,6%	24,3%	26,2%
WCR i procent af omsætning	26%	16%	12%	12%	13%	15%	17%	19%
WCR	5.824	3.442	3.304	3.304	3.337	3.404	3.472	3.542
Delta WCR	- 1.779	2.382	138	-	- 33	- 67	- 68	- 69

Tabel 9 – Budgetforudsætninger – Kilde: egen udvikling

Ud fra budgetforudsætningerne er det muligt at beregne det frie cash flow. Nedenstående tabel er en illustration heraf:

Opgørelse af frit cash flow								Terminalperiode
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
Variable omkostninger	5.723	5.801	5.458	5.458	5.513	5.623	5.736	5.850
Kapacitetsomkostninger	10.059	11.542	11.336	10.497	9.541	9.732	8.824	9.000
Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
EBIT	6.431	3.827	3.427	4.219	5.272	5.329	6.510	6.588
EBIT*(1-tax)	4.929	2.943	2.639	3.249	4.060	4.103	5.012	5.073
+Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
-Delta WCR	1.779	- 2.382	- 138	-	33	67	68	69
-Investeringer	- 1.882	- 3.919	- 1.972	- 1.819	- 2.076	- 2.343	- 1.991	- 2.562
Frit cash flow	5.419	- 2.660	1.301	2.249	2.893	2.770	4.080	3.642

Tabel 10 – Frit cash flow – Kilde: egen udvikling

Det frie cash flow illustrerer de likvide midler, som Pandora har efter investering i materielle anlægsaktiver. Det frie cash flow skal anvendes til værdiansættelsen af Pandora ved anvendelse af DCF-modellen.

8.4 Beregning af WACC

Når der foretages en værdiansættelse ud fra DCF-modellen, er det nødvendigt at kende WACC. WACC er en afgørende faktor for at kunne udregne det tilbagediskonterede cash flow. WACC er forkortelsen af *Weighted Average Cost of Capital*, og er de gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC er derfor udtryk for de omkostninger, som et selskab har i forbindelse med fremskaffelse af kapital. Kapitalen kan skaffes igennem egenkapitalen eller kreditinstitutter. WACC tager højde for

afkastkrav til aktionærerne samt afkastkrav til kreditinstitutter. WACC kan beregnes ud fra nedenstående formel:

$$WACC = k_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D} + k_E \frac{E}{E + D}^{88}$$

Hvor:

k_D = afkast til gæld

T_C = skatteprocent

D = gæld

E = egenkapital

K_E = aktionærenes afkastkrav

I de kommende afsnit vil der foretages en beregning af elementerne i formelen for WACC. Herefter vil WACC blive beregnet.

8.4.1 Aktionærernes afkastkrav

Den første variable er aktionærernes afkastkrav. Til fastlæggelsen af heraf vil 'capital asset pricing model', som benævnes CAMP, blive anvendt. Metoden anvendes til at fastlægge aktionærenes afkastkrav. Den tager udgangspunkt i sammenligningen af afkastet på aktiemarkedet samt afkastet i det pågældende selskab. CAMP beregnes ud fra følgende formel:

$$k_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_{equity}^{89}$$

Hvor:

R_F = risikofri rente

$[E(R_M) - R_F]$ = markedets risikopræmie

β_{equity} = beta

⁸⁸ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 427

⁸⁹ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 425

De forskellige elementer i formelen er nødvendige i forhold til at kunne beregne aktionærernes afkastkrav. De kommende afsnit indeholder en fastlæggelse af variablerne i formelen for afkastkravet for aktionærerne.

8.4.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er udtrykket for forventningen til forrentning ved en risikofri investering. Denne forrentning kan sammenlignes med forrentningen på en 10-årig statsobligation, og dertil indregne en geografiske risiko. Der tages udgangspunkt i en 10-årig dansk statsobligation i 2015-2019, hvor gennemsnitstal er anvendt:

Enhed: procent pro anno (gennemsnit)	2015	2016	2017	2018	2019
10-årig dansk statsobligation	0,51	0,27	0,26	0,42	-0,2

Tabel 11 – Oversigt dansk 10-årig statsobligation – Kilde: egen udvikling med tal fra Danmarks Statistik, MPK3: Rentesatser

Ovenstående oversigt viser, at renten på 10-årige danske statsobligationer lave. Det ses, at renten i 2019 var negativ. Det er vurderet, at renten har været særdeles lav, og derfor formentligt vil sige i fremtiden. Endvidere er det valgt at sammenligne med en 30-årig dansk realkreditsobligation, da denne kan give et mere retvisende billede af den risikofrie rente, da der her tages hensyn til fremtidige stigninger. Renten på en dansk 30-årig realkreditsobligation er 1,96⁹⁰. Det vurderes, at renten på 30-årige danske statsobligationer er en smule lav, og den risikofrie rente bliver derfor sat til 2,5% i opgaven.

8.4.1.2 Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er et udtryk for det tillæg, som investorer kræver for at investere sine penge i aktier frem for at investere i statsobligationer, som vurderes at være en risikofri investering. Der findes flere metoder til at fastsætte risikopræmien. Den første metode undersøger investeringsmarkedet og spørger investorerne, hvad deres skøn på risikopræmien er. Den anden metode er, at markedets risikopræmie estimeres ud fra historiske data. Den tredje metode er, at risikopræmien fastsættes ud fra nuværende aktiekurser⁹¹. Der er fordele og ulemper ved alle tre

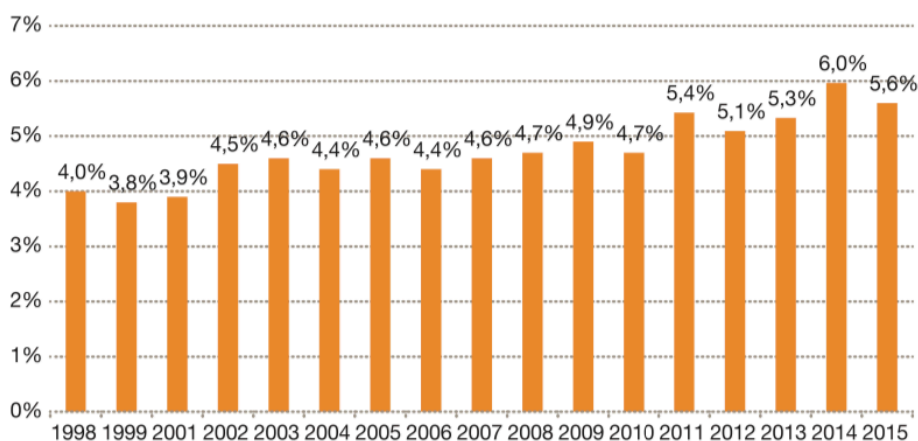
⁹⁰ Realkredit Danmark, aktuelle priser

⁹¹ Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 10-11

metoder, og der er ikke en metode, som er mere rigtig til fastsættelsen frem for en anden. Der er en usikkerhed i forbindelse med fastsættelsen af risikopræmien.

I februar 2016 udgav PWC en rapport, som indeholdt et søjlediagram over udviklingen i markedsrisikopræmien blandt danske markedsdeltagere. Her fremgår det, hvordan udviklingen har været fra 1998-2015:

**Udviklingen i den gennemsnitlige MRP
blandt danske markedsdeltagere**



Figur 24 – Udviklingen i den gennemsnitlige MRP blandt danske markedsdeltagere – Kilde: PWC, Værdiansættelse af virksomheder

Udviklingen i ovenstående tabel viser, at den gennemsnitlige risikopræmie ikke har haft store sving. Markeds risikopræmie har svinget mellem 3,8% til 6% i perioden.

Endvidere har en undersøgelse foretaget af ”Optimum Conculting” undersøgt forskelle i investorernes forrentningskrav til investeringer i Danmark. Her kom de frem til, at markedsrisikopræmien i Danmark i 2017 var 6,1%⁹².

På baggrund af ovenstående bliver markedsrisikopræmie fastlagt til 6,5%, hvilket sker ud fra et forsigtighedsprincip.

⁹² Optimum Consulting

8.4.1.3 Beta

Beta, også kaldet den systematisk risiko, udtrykker den risikovurdering, som Pandora har set i forhold til den resterende markedsportefølje. Når der foretages en investering, vil der naturligvis forekomme en risiko, og beta kan ses som et risikomål, hvis formål er at måle markedsrisikopræmien.

Beta er derfor et relativt risikomål, som kan tolkes således:

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

Tabel 12 – Tolkning af beta – Kilde: ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang”, side 40

Ovenstående tabel viser, at hvis en betaværdi er lig med 0, da vil det være nærmest risikofrit at investere. Hvis beta derimod er større end 1, da vil det være en investering med høj risiko.

Pandoras betaværdi er opgjort af Reuters, da Pandora er et børsnoteret selskab. I Reuters rapport fremgår det, at Pandoras betaværdi pr. 22. marts 2020 er 0,95⁹³. Det er denne værdi, som vil blive anvendt i denne rapport. Ud fra ovenstående tabel kan det derfor konkluderes, at der ved en investering i Pandora-aktier er en mindre risiko end ved markedsporteføljen.

8.4.1.4 Afkast til aktionærerne

Nu er de forskellige elementer i formlen for afkast til aktionærerne fastlagt, og det er nu muligt at beregne afkastkravet. Kravet beregnes på baggrund af tidligere nævnte formel:

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

$$2,5\% + 6,5\% * 0,95 = 8,68\%$$

⁹³ Reuters, Pandora A/S

Aktionærernes afkastkrav er jf. ovenstående beregnet til 8,68%.

8.4.2 Afkast til gæld

Når afkastkravet til gælden skal fastlægges, er det vigtigt at vide, hvordan Pandora er finansieret, da fremgangsmåden bestemmes heraf. Når der finansieres gennem kreditinstitutter, vil afkastkravet til gælden være den rente, som banken tager (lånerenten). Sker finansieringen i stedet direkte gennem investorerne (f.eks. obligationslån), vil afkastkravet være lånets effektive rente. I så fald, at de to finansieringsformer passer på selskabets finansiering, kan følgende formel anvendes:

$$\text{Cost of debt} = \text{market yield on government bonds} + \text{estimated credit – risk spread}$$

Der bliver i Pandoras årsrapport ikke konkret nævnt, hvordan de finansierer sig. Dog ses det i balancen, at langfristede gældsforpligtigelser primært er til ”lån og kreditinstitutter”. Det antages derfor, at Pandoras finansiering sker gennem kreditinstitutter og ikke direkte gennem deres investorer. På baggrund af dette er det muligt at fastlægge afkastkravet ud fra lånerenten fra kreditinstitutterne.

Af den reformulerede balance⁹⁴ fremgår det, at den rentebærende gæld i 2019 var 14.253 mio. kr., mens der i samme år er renteomkostninger for 351 mio. kr.⁹⁵. Dette svarer til en lånerente på 2,46%. I 2018 var den rentebærende gæld på 12.577 mio. kr.⁹⁶, mens renteomkostningerne var på 382 mio. kr.⁹⁷. Dette svarer til en lånerente på 3,04%.

På baggrund af ovenstående estimeres lånerenten til 3%.

8.4.3 Kapitalstruktur

Inden den endelige beregning af WACC kan foretages, skal Pandoras kapitalstruktur kendes. Kapitalstruktur er et udtryk for forholdet mellem egenkapitalen og de finansielle forpligtigelser. Ved hjælp af markedsværdien, som er antal udestående aktier ganget med aktiekursen, findes

⁹⁴ Bilag 2

⁹⁵ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 54

⁹⁶ Bilag 2

⁹⁷ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 54

kapitalstrukturen. Denne fremgangsmåde kan være en ulempe for projektet, da formålet med projektet er at bestemme den retvisende aktiekurs pr. 31. december 2019.

Til bestemmelsen af kapitalstrukturen i Pandora er der taget udgangspunkt i aktiemarkedet pr. 31. december 2019. Pandora oplyser i deres årsrapport for 2019, at Pandora A/S ejede 7.070.524 aktier, hvilket udgør 7,1% af de samlede udestående aktier den 31. december 2019⁹⁸. Derfor er Pandoras markedsværdi ultimo 2019 udregnet således:

$$\frac{7.070.524 * 100\%}{7,1\%} = 99.584.845$$

$$99.584.845 * 289,80 = 28.859.688.101$$

Pandoras markedsværdi er beregnet til 28.860 mio. kr. pr. 31. december 2019, hvilket svarer til et antal udestående aktier på 99.585.845 stk.

På baggrund af markedsværdien er det muligt at fastlægge, hvor stor en del af markedsandelen som henholdsvis de finansielle gældsforpligtigelser og egenkapitalen udgør. Ultimo 2019 udgjorde Pandoras finansielle gældsforpligtigelser 49% af markedsværdien, mens egenkapitalen udgjorde de resterende 51% af markedsværdien. Ud fra denne fastlæggelse er det nu muligt at foretage beregningen af WACC.

8.4.4 WACC

Nu er de forskellige variabler kendte, som skal anvendes til beregningen af WACC. WACC er den procentværdi, som der bliver tilbagediskonteret med ved værdiansættelse efter DCF-metoden. Som tidligere nævnt beregnes WACC ud fra følgende formel:

$$WACC = k_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D} + k_E \frac{E}{E + D}^{99}$$

⁹⁸ Pandora A/S – Årsrapport 2019, side 44

⁹⁹ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 427

Hvor:

$k_D = \text{afkast til gæld} = 3\%$

$T_C = \text{skatteprocent} = 23\%$

$D = \text{gæld} = 49\%$

$E = \text{egenkapital} = 51\%$

$K_E = \text{aktionærenes afkastkrav} = 8,68\%$

Neden for er beregningen af WACC foretaget:

Beregning af WACC	
Levered beta	0,95
Risikofri rente	2,5%
Markedspræmie	6,5%
Cost of equity	8,68%
Gns gældsrente	3%
EK andel	0,51
Gældsandel	0,49
WACC	4,87%

Tabel 13 – Beregning WACC – Kilde: egen udvikling

WACC er jf. ovenstående beregnet til 4,87%.

8.4.5 Terminalværdi

Når budgetperioden er ovre, kommer terminalperioden. Terminalperioden er den periode, som kommer efter budgetperioden, og som teoretisk set løber uendeligt. Når der værdiansættes ud fra DCF-modellen, er det vigtigt, at terminalværdien er kendt. Terminalværdien beregnes ud fra nedenstående formel:

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}^{100}$$

Budgetperioden i projektet er 5 år, hvorefter terminalperioden indtræffer (TV_5). Det frie cash flow indgår i beregningen, i tælleren (FCF_6), og er udtryk for den beregnede værdi, som er lige efter

¹⁰⁰ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 497

budgetperioden. Der sker tilbagediskontering af det frie cash flow, hvilket sker med kapitalomkostningerne (WACC), som dog bliver fratrasket med den konstante vækst (g), hvilket sker i nævneren.

I forhold til beregningen af terminalværdien er det nødvendigt at kende den forventede konstante vækstrate, hvilket er fastlagt i afsnit ”8.2.1 Vækstrate for omsætningen”. Det vurderes, at Pandora efter budgetperiodens 5-årige periode vil opnå en steady-state vækstrate for omsætningen på 2%. Det vil være denne vækstrate, som bliver anvendt til beregningen af terminalværdien.

Beregningen af terminalværdien kan ses i nedenstående tabel. I tabellen ses beregningen af det frie cash flow samt terminalværdien:

Opgørelse af frit cash flow							Terminalperiode	
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
Variable omkostninger	5.723	5.801	5.458	5.458	5.513	5.623	5.736	5.850
Kapacitetsomkostninger	10.059	11.542	11.336	10.497	9.541	9.732	8.824	9.000
Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
EBIT	6.431	3.827	3.427	4.219	5.272	5.329	6.510	6.588
EBIT*(1-tax)	4.929	2.943	2.639	3.249	4.060	4.103	5.012	5.073
+Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
-Delta WCR	1.779	- 2.382	- 138	-	33	67	68	69
-Investeringer	- 1.882	- 3.919	- 1.972	- 1.819	- 2.076	- 2.343	- 1.991	- 2.562
Frit cash flow	5.419	- 2.660	1.301	2.249	2.893	2.770	4.080	3.642
Terminalværdien							126.811	

Tabel 14 –Terminalværdien – Kilde: egen udvikling

Terminalværdien er beregnet til 126.811 mio. kr. Denne værdi vil blive anvendt i det kommende afsnit omkring værdiansættelse efter DCF-modellen.

9. Værdiansættelse

I dette afsnit vil værdiansættelsen af Pandora finde sted. Når det skal vurderes, hvorvidt Pandoras aktie var over- eller undervurderet pr. 31. december 2019, er det nødvendigt at kende de forskellige værdiansættelsesmodeller. Slutteligt vil det i afsnittet blive vurderet, hvilken værdiansættelsesmetode som egner sig bedst til værdiansættelse af Pandora.

9.1 Værdiansættelsesmetoder

I dette afsnit vil de forskellige værdiansættelsesmetoder blive beskrevet. Endvidere vil der blive foretaget en værdiansættelse af Pandora ud fra de to af værdiansættelsesmetoderne. Værdiansættelsesmetoder er en forskrift for, hvordan en værdiansættelse bør gribes an.

Der skelnes ofte mellem følgende værdiansættelsesmetoder:

- Relative værdiansættelsesmodeller
- Absolutte værdiansættelsesmodeller
 - Residualindkomstmodeller
 - Diskonterede pengestrømsmodeller¹⁰¹

Helt overordnet værdiansættelsesmetoder opdeles i relative og absolutte. De *relative modeller* er metoder, som ikke anvender budgettering, men hvor der værdiansættes aktier med baggrund i prismultiple (f.eks. bogført værdi, salg eller aktiekurs delt med overskud) med udgangspunkt i sammenlignelige selskaber. De *absolutte modeller* kræver derimod, at der er foretaget budgettering. Overordnet set skelnes der under absolutte modeller mellem direkte og indirekte metoder i forhold til værdiansættelsen. Den direkte metode værdiansætter egenkapitalen ved at diskontere de afkast, som tilfalder direkte til aktionærerne. Den indirekte metode beregner først selskabets værdi (ved at diskontere pengestrømme), hvorefter markedsværdien af gælden fratrækkes for at komme frem til aktionærværdien¹⁰². De absolutte værdiansættelsesmetoder er opdelt i to metoder, som adskilles af to kendetegn: den *strømvariabel*, der skal diskonteres, enten residualoverskud eller frit cash flow, og at *aktionærværdien* kan beregnes direkte eller indirekte, som tidligere beskrevet¹⁰³.

De mest 'almindelige' værdiansættelsesmetoder er:

- Discounted cash flow (DCF-modellen)
- Værdiansættelse ved brug af comparables

¹⁰¹ Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 7

¹⁰² Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 24

¹⁰³ Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 28

Discounted cash flow værdiansætter selskabets business aktiver og egenkapital ud fra det cash flow, som selskabet forventes at skabe. Værdiansættelse ved brug af comparables værdiansætter et selskab ved at sammenligne med andre lignende selskaber. Denne metode kan f.eks. være værdiansættelse ud fra multipel-analyse eller ud fra EBITDA-multiple, hvilket er relative værdiansættelsesmetode. Det er også muligt at værdiansætte et selskab på baggrund af genanskaffelsesværdien eller likvidationsværdien, men disse metoder vil ikke indgå i rapporten.

I opgaven vil der blive værdiansat ud fra DCF-modellen og ved brug af EBITDA-multiple. Til slut vil det blive vurderet, hvilken værdiansættelsesmetode som egner sig bedst til værdiansættelsen af Pandora.

9.1.1 DCF-modellen

I budgetteringen er der foretaget de beregninger, som er nødvendige for at kunne foretage en værdiansættelse af Pandora ud fra DCF-modellen. Forudsætningerne fremgår af nedenstående tabel:

Vækst i terminalperiode	2%							
WACC	4,87%							
Opgørelse af frit cash flow								Terminalværdi
Mio. DKK	2018R	2019R	2020B	2021B	2022B	2023B	2024B	2025B
Omsætning	22.806	21.868	20.993	20.993	21.203	21.627	22.060	22.501
Variable omkostninger	5.723	5.801	5.458	5.458	5.513	5.623	5.736	5.850
Kapacitetsomkostninger	10.059	11.542	11.336	10.497	9.541	9.732	8.824	9.000
Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
EBIT	6.431	3.827	3.427	4.219	5.272	5.329	6.510	6.588
EBIT*(1-tax)	4.929	2.943	2.639	3.249	4.060	4.103	5.012	5.073
+Afskrivninger	593	698	772	819	876	943	991	1.062
-Delta WCR	1.779	- 2.382	- 138	-	33	67	68	69
-Investeringer	- 1.882	- 3.919	- 1.972	- 1.819	- 2.076	- 2.343	- 1.991	- 2.562
Frit cash flow	5.419	- 2.660	1.301	2.249	2.893	2.770	4.080	3.642
Terminalværdien							126.811	

Tabel 15 –Forudsætninger til DCF-metoden – Kilde: egen udvikling

Ud fra ovenstående forudsætninger er det muligt at beregne enterprise value (EV) og equity value (egenkapitalens værdi). Til beregningen heraf er det nødvendigt at beregne nutidsværdien af cashflow fra 2020 til 2024 samt nutidsværdien af terminalværdien.

Nutidsværdien af det frie cash flow er beregnet

$$NPV FCF = \frac{1.301}{1,0487^1} + \frac{2.249}{1,0487^2} + \frac{2.893}{1,0487^3} + \frac{2.720}{1,0487^4} + \frac{4.080}{1,0487^5} = 11.300,69 \text{ mio. DKK}$$

Nutidsværdien af terminalværdien er beregnet således:

$$NPV \text{ terminalværdi} = \frac{3.642}{((0,0487 - 0,02) * (1,0487^5))} = 100.055,35 \text{ mio. DKK}$$

Dette giver en enterprise value på 111.356 mio. kr. Hertil skal likvider ligges til og gæld trækkes fra, hvilket giver en værdi af egenkapitalen på 98.157 mio. kr. Værdien pr. aktie pr. 31. december 2019 er ifølge denne metode 985,60 kr. Se beregningen nedenfor:

Værdiansættelse ved DCF-metoden	
mio. DKK	
NPV af cash flow 2020-2024	11.300,69
NPV af terminalværdi	100.055,35
NPV i alt (enterprise Value)	111.356,05
+Likvider	1.054,00
-Gæld	- 14.253,00
Værdi af egenkapital	98.157,05
Værdi af egenkapital	98.157,05
Antal aktier	99,6
Værdi pr. aktie (DKK)	985,6

Tabel 16 –Værdiansættelse ud fra DCF-metoden – Kilde: egen udvikling

I forhold til 985,60 kr. var Pandoras aktiekurs på 289,80 kr. markant undervurderet pr. 31. december 2019.

9.1.2 Værdiansættelse ved brug af 'comparables'

En god værdiansættelsesteknologi bør have fordele, som er større end de omkostninger, som er forbundet med at anvende den. Fundamentale analyser er omkostningskrævende, da der er store krav til informationsindsamlingen og analysen heraf. Multiple gør minimal brug af information, og er derfor mindre omkostningstung¹⁰⁴.

¹⁰⁴ Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 25

Prismultiple er simple nøgletal, hvor P (markedsprisen) er over en værdiindikator (fra regnskabet). Ofte bliver følgende værdiindikatorer anvendt: overskud (E), bogført værdi (B) eller salg (S). Dette leder frem til følgende prismultiple: P/E (pris-over-overskud), P/B (pris-over-bogført værdi) og P/S (pris-over-salg)¹⁰⁵. Disse prismultipler implementeres i den 'sammenlignende metode'.

Når der foretages en værdiansættelse af et selskabs egenkapital ved at sammenligne virksomheder, er der tre steps, som skal følges:

1. Først skal lignende virksomheder på Børsen identificeres. De lignende virksomheder opererer i samme branche, som den virksomhed som skal værdiansættes, og har lignende aktiver samt omkostningsstruktur.
2. Derefter skal der udvælges en markedsmultipel, som kan relatere aktiekursen for sammenligningen af virksomhederne til et relevant performancemål.
3. Derefter anvendes multipellen til at estimere selskabets egenkapital ud fra den antagelse, at selskabet bør handles til samme multipel, som den virksomhed der bliver brugt til sammenligningen.¹⁰⁶

Der er forskellige ulemper ved anvendelse af forskellige prismultipler som f.eks. P/E, P/B og P/S. Bl.a. vælges de sammenlignelige selskaber ud fra branche, størrelse, produkt og mål for risiko, men der er aldrig to selskaber som er helt ens. Derudover giver de forskellige multiple ikke de samme værdier, og hvilken pris bør da anvendes? Endvidere kan der fremkomme negative nævnere, hvis det sammenlignende selskab har produceret underskud. Derfor er disse multipler ikke altid det bedste valg. Der kan dog anvendes andre multipler end disse. P/E bygger på resultat efter skat, og påvirkes derfor af kapitalstruktur og skattesats. EV-EBITDA inddrager ikke skattesatsen eller finansieringen. Derfor anvendes EV-EBITDA i projektet, da denne vurderes at give et mere retvisende billede end de andre multipelanalyser. Det er dog vigtigt at huske, at hverken P/E eller EBITDA multipel tager højde for likvider (cash).

Nedenfor vil der blive foretaget værdiansættelse ud fra EV-EBITDA. Denne skal anvendes til sammenligning med DCF-metoden.

¹⁰⁵ Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 25

¹⁰⁶ Sørensen, Regnskab og værdiansættelse - En praktisk tilgang, side 25

9.1.2.1 EV-EBITDA

Det er valgt, at EBITDA-multiple skal anvendes som den anden værdiansættelsesmetode. Fordelen ved denne metode er, at den er forholdsvis simpel.

Når der skal foretages værdiansættelse ud fra denne metode, er der følgende steps, som skal følges:

1. Estimering af enterprice value for sammenlignelige virksomheder
2. Beregning af EBITDA for de sammenlignelige virksomheder
3. Beregning af EV-to-EBITDA multipel for de sammenlignelige virksomheder
4. Anvendelse af gennemsnitlige multipel for sammenlignelige virksomheder på virksomhedens EBITDA for at finde frem til EV og slutteligt egenkapitalens værdi (equity value)¹⁰⁷

Formlen for værdiansættelse efter EBITDA multiple er således:

$$EBITDA\ multiple = \frac{EV}{EBITDA}^{108}$$

For at muliggøre sammenligning med andre selskaber, er det nødvendigt at have kendskab til de deres enterprice value. Dette kræver, at der er et kendskab til de sammenlignelige selskabers frie cash flow, WACC osv. Af hensyn til opgavens omfang er det besluttet, at der tages udgangspunkt i Euroinvestors fastsættelse af EV/EBITDA pr. 30.12.2019 for Pandora. Euroinvester oplyser, at Pandoras EV/EBITDA pr. den dato var 6,20¹⁰⁹.

Dermed vil Pandoras enterprice value (EV) være:

$$EV = \frac{EV}{EBITDA} * EBITDA$$

$$EV = 6,20 * 4.525\ mio.DKK = 28.055\ mio.DKK$$

Nu kan equity value beregnes ud fra følgende formel:

¹⁰⁷ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 497

¹⁰⁸ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 495

¹⁰⁹ Euroinvester, Pandora kursudvikling

$$\text{Equity value} = \text{enterprise value} + \text{cash and other financial assets} - \text{debt}^{110}$$

$$\text{Equity value} = 28.055 + 1.054 - 14.253 = 14.856 \text{ mio. DKK}$$

Beregning af Pandoras værdi pr. 31. december 2019 ses nedenfor:

Værdiansættelse ved brug af EBITDA-multipel	
mio. DKK	
EV/EBITDA	6,2
EBITDA	4.525
EV	28.055
+ Likvider	1.054
- Gæld (rentebærende)	14.253
Værdi af egenkapitalen	14.856
Værdi af egenkapitalen	14.856
Antal aktier	99,6
Værdi pr. aktie (DKK)	149,2

Tabel 17 – Værdiansættelse ud af EBITDA-multiplier – Kilde: egen udvikling

Det ses ud fra ovenstående beregning, at Pandoras aktiekurs ville være 149,20 kr. pr. 31. december 2019. Dermed vil Pandoras aktiekurs på 289,80 kr. være overvurderet pr. 31. december 2019.

Dog er det vigtigt at nævne, at der er noget usikkerhed forbundet med denne beregning, da der er anvendt en ekstern kilde til fastsættelsen af EV/EBITDA. Det optimale ville være at finde lignende selskaber til sammenligning. Desto flere sammenlignelige selskaber, der anvendes til beregningen, desto mere valid vil værdiansættelsen være.

9.2 Opsamling værdiansættelse

Dette afsnit vil indeholde en vurdering af de forskellige værdiansættelsesmetoder. Der vil derfor blive argumenteret for den værdiansættelsesmetode, som giver den mest retvisende værdiansættelse af Pandora.

¹¹⁰ Hawawini & Viallet, Finance for Executives, side 495

9.2.1 Værdiansættelsesmetode

Som det fremgår af ovenstående afsnit omkring værdiansættelser, giver de to valgte metoder to markant forskellige svar på, hvorvidt Pandoras aktiekurs var retvisende pr. 31. december 2019. Pandoras aktiekurs var pr. 31. december 289,80 kr. pr. aktie. Ud fra DCF-metoden var Pandoras aktieværdi 985,60 kr. pr. aktie samme dato, hvilket betyder, at den var væsentligt undervurderet.

EBITDA multipler-metoden gav et andet svar. Ifølge denne var Pandoras aktiekurs overvurderet pr. 31. december 2019, da den beregnede værdi jf. denne model var 149,20 kr. pr. stk.

Der er dermed forskel på, hvad de forskellige værdiansættelsesmetoder beregner. Det er derfor vigtigt, at der vælges værdiansættelsesmetode, som giver det mest retvisende billede for det pågældende selskab. Der er tidligere i projektet argumenteret for, at andre værdiansættelsesmodeller er fravalgt. Dette afsnit indeholder derfor en argumentation for, hvilken af de to beregnede værdiansættelsesmetoder, som er bedst egnet for Pandora.

9.2.1.2 DCF-metoden

Der er både fordele og ulemper ved anvendelse af DCF-metoden. Af fordele bør det nævnes, at modellen baserer sine forventninger til fremtiden på driftsaktiviteterne i selskabet, hvilket er godt, da Pandoras primære værdiskabelse sker i driften. Derfor vil denne metode være fordelagtig til at værdiansætte Pandora. Endvidere har selskabets udbyttepolitik samt kapitalstruktur ikke den store indflydelse på modellen, hvilket gør det nemmere for eksterne analytikere at anvende metoden.

Med metoden følger der også ulemper. Metoden kræver et stort kendskab til selskabet samt de brancheforhold, som gør sig gældende. Er man ikke i besiddelse af denne viden, er det ikke muligt at anvende metoden. DCF-metoden kan give både retvisende og præcise svar på en værdiansættelse, men den sætter store krav til de eksterne analytikere og den information, som skal anvendes til udarbejdelsen af heraf. Det er nødvendigt, at informationen er tilgængelig for analytikeren. I denne rapport er værdiansættelsen udarbejdet på baggrund af eksterne årsrapporter. Pandora har et højt informationsniveau i årsrapporterne, og det er muligt at opnå et forholdsvist højt informationsniveau på baggrund af den viden. Dog er det vigtigt at have i baghovedet, at en ekstern årsrapport aldrig vil

give det fulde billede af det pågældende selskab. Det vil derfor ikke være muligt at foretage en fuldstændig korrekt værdiansættelse i dette projekt, da det fulde kendskab til selskabet mangler.

Det kan være svært at sammenligne den beregnede værdi fra DCF-metoden med aktiemarkedets aktieværdi, da kursen på aktiemarkedet er dannet på baggrund af udbud og efterspørgsel, branchetendenser, økonomisk vækst og andre eksterne forhold. I DCF-metoden er det de fremtidige pengestrømme, som bestemmer værdien. Endvidere er der nogle faktorer i beregningen af værdiansættelsen, som er usikre, bl.a. beregningen af WACC og vækstprocenten i terminalåret. Disse er fastsat på baggrund af forudsætninger, hvilket er baseret på skøn.

9.2.1.3 EBITDA-multipler

Denne metode er ligeledes forbundet med både fordele og ulemper. En af de klare fordele er, at metoden er forholdsvis simpel at anvende. Den kræver ikke et indgående kendskab til selskabet, som værdiansættes. Ulemperne ved denne metode er, at det kan være svært at finde et sammenligneligt selskab. Derudover giver de forskellige multiple forskellige værdier, og det kan derfor være svært at finde den korrekte beregning. Det er vigtigt at fremhæve, at EV-EBITDA-metoden ikke inddrager skattesatser og finansiering. Derfor er denne model fordelagtig i forhold til f.eks. pris-over-overskud (P/E), da denne metode bygger på resultat efter skat, og derfor påvirkes af kapitalstruktur og skat.

9.2.1.4 Mest retvisende værdiansættelsesmetode for Pandora

På baggrund af ovenstående argumentation vurderes det, at den mest retvisende værdiansættelsesmetode for Pandora - i dette tilfælde, hvor den udarbejdes i dette projekt af en ekstern analytiker – er DCF-metoden. Dog er der nogle usikkerheder forbundet med beregningen af bl.a. WACC. Derfor vil der i nedenstående afsnit blive foretaget en følsomhedsanalyse for at analysere, forskellige parametres påvirkning på terminalværdien, da dette vil kunne have stor betydning for den beregnede aktieværdi.

9.2.2 Følsomhedsanalyse

På baggrund af ovenstående valg af værdiansættelsesmodel, vil der i dette afsnit blive foretaget en følsomhedsanalyse af følgende to faktorer: WACC og omsætningsvækst i terminalperioden. Disse to er valgt, da de er præget af skøn, og derfor udgør en væsentlig usikkerhed.

Både WACC og omsætningsvæksten i terminalperioden har stor indflydelse på aktiekursens beregnede værdi ifølge DCF-metoden. I projektets beregning af Pandoras aktieværdi blev der anvendt en WACC på 4,87% og en omsætningsvækst i terminalåret på 2%, hvilket medførte en aktieværdi på 985,60 kr. pr. aktie. Værdien er markeret med fed i nedenstående tabel. Af tabellen fremgår det, hvor følsom Pandoras beregnede aktiekurs er ved ændring af de usikre faktorer.

Kr. pr. aktie		WACC				
		3,87%	4,87%	5,87%	6,87%	7,87%
Omsætningsvækst i terminalperioden	-2,0%	467,30	374,00	304,60	251,00	208,30
	-1,0%	576,20	448,70	358,60	291,40	239,60
	0,0%	741,40	554,20	430,90	343,70	278,80
	1,0%	1.021,80	714,10	533,00	413,80	329,40
	2,0%	1.602,10	985,50	687,80	512,60	397,30
	2,5%	2.209,90	1.207,10	799,70	579,00	440,70
	3,0%	3.516,40	1.547,20	950,60	662,60	493,00
	3,5%	8.353,70	2.135,50	1.165,10	770,90	55,30

Tabel 18 –Følsomhedsanalyse WACC og omsætningsvækst i terminalperioden – Kilde: egen udvikling

En større WACC vil medføre en mindre aktieværdi, mens en større omsætningsvækst vil medføre en stigning i aktieværdien. Det ses, at hvis WACC'en ændres fra 4,87% til 7,87%, vil den beregnede aktiekurs ændre sig fra 985,50 til 397,30 kr. pr. aktie. Endvidere ses det, at hvis omsætningsvæksten i terminalperioden ændres fra 2% til 3%, vil den beregnede aktieværdi stige til 1.547,20 kr. pr. aktie.

Hvis den Pandoras aktiekurs på aktiemarkedet pr. 31. december 2019 skulle tilnærmes, vil det betyde, at vækstraten for omsætningen skulle falde og WACC stige. På baggrund af følsomhedsanalysen er det muligt at konkludere, at der er stor usikkerhed forbundet med værdiansættelsen af Pandora, da der er usikre faktorer som spiller ind. Disse usikre faktorer er værdiansat efter bedste evne.

10. Konklusion

Projektets formål har været at besvare følgende problemformulering:

Hvad er aktiekursen for PANDORA A/S pr. 31. december 2019, og hvordan er denne i forhold til den beregnede værdi?

Til besvarelse af problemformuleringen blev der opstillet fire underspørgsmål, som havde til formål at styre projektet. Underspørgsmålene indeholder en regnskabsanalyse, en strategisk analyse samt budgettering for til sidst at kunne værdiansætte Pandora.

Pandoras økonomiske udvikling de seneste 5 år er samlet set forringet. Nøgletallene udviklede sig positivt 2015-2016, hvorefter omsætningen stagnerede fra 2017-2018. Pandora har på trods af de forringede nøgletal præsteret overskud på bundlinjen gennem hele analyseperioden. Regnskabsanalysen har bidraget til at vurdere Pandoras rentabilitet. Dette indebar bl.a. en analyse af egenkapitalens forrentning, afkastgraden, aktivernes omsætningshastighed samt overskudsgraden. Udviklingen har i perioden været svingende. Den væsentligste forværring af nøgletallene er dog sket i 2019. Ændringen kan skyldes ændringen i anvendt regnskabspraksis, hvilket er væsentligt at holde for øje. Egenkapitalens forretning er dog tocifret positiv hele analyseperioden, og selskabet er derfor rentabelt.

Der er foretaget en analyse af Pandoras strategiske forhold – både interne og eksterne forhold. De interne styrker og svagheder samt de eksterne muligheder og trusler er blevet analyseret. Det viste sig, at Pandora har flere muligheder, som kan udnyttes og dermed drages fordel af. Der ligger en stor trussel i form af COVID-19, som på nuværende tidspunkt er vurderet til at være Pandoras største trussel. Mange butikker er lukkede, og det er derfor vigtigt, at Pandora fokuserer på sin E-handel og evt. øger markedsføringen for at sikre, at forbrugerne husker, at de forsat kan handle og bidrage til Pandoras omsætning. Derudover er det vigtigt, at Pandora er opmærksom på at produktudvikle, da deres bedst sælgende produktkategori 'charms' er i en nedadgående udvikling. Derfor bør der iværksættes nye produkter, som kan bidrage til omsætningen.

Smykkebranchen er præget af hård konkurrence. Der er mange udbydere. Små nye indtrængere har forholdsvis lave adgangsbarriere, mens de store udbydere har høje adgangsbarrierer. Pandoras størrelse og markedsposition er væsentlig at bemærke, da det er svært for mindre udbydere at konkurrere med Pandora. Pandoras reelle konkurrenter er de større aktører, og derfor anses konkurrencen fra nye udbydere ikke at være stor. Pandora anses som markedsleder på det danske marked.

Pandoras produktgruppe 'charms' er væsentlig at fremhæve i konklusionen. Produktgruppen står for mere end 50% af den samlede omsætning. Produktkategorien er derfor en styrke for Pandora, da den skaber en stor omsætning. Samtidigt er produktkategorien en svaghed, da Pandora er meget afhængig af denne netop denne produktkategori, som samtidigt er svagt faldende omsætningsmæssigt.

Succesformlen for Pandora indebærer deres værdikæde. Pandora skaber gennem hele værdikæden værdi for selskabets kunder. Dette indebærer bl.a. produktionen i Thailand, som er omkostningsminimeret. Endvidere er det et bevidst valg fra Pandoras side, at de selv eger hele værdikæden for at kunne skabe værdi for forbrugerne hele vejen rundt.

Til værdiansættelse kan der anvendes forskellige værdiansættelsesmodeller. Udgangspunktet for denne rapport blev DCF-modellen og EBITDA multiple. Disse metoder blev anvendt til at beregne Pandora værdi pr. 31. december 2019. DCF-metoden beregnede en værdi på 985,60 kr. pr. aktie, mens EBITDA multiples beregnede værdi, på samme tidspunkt, på 149,20 kr. pr. aktie. DCF-metoden blev vurderet at være den mest retvisende metode til beregning af Pandoras værdi.

Aktiekursen for Pandora var pr. 31. december 2019 289,80 kr. pr. aktie. Den beregnede værdi jf. DCF-metoden var 985,60 kr. pr. aktie samme dato. Dette viser, at Pandoras aktiekurs var undervurderet. Det er dog vigtigt at nævne, at der er usikkerhed forbundet med værdiansættelsen, da der i beregningen er foretaget tilbagediskonteringer af fremtidige pengestrømme, hvilke er foretaget på baggrund af forventninger til den fremtidige vækst. Derfor er der en række forudsætninger, som er præget af skønsmæssige vurderinger.

For at imødekomme denne usikkerhed blev der foretaget en følsomhedsanalyse for at vurdere, hvor følsom den beregnede værdi er i forhold til de forskellige parametre i værdiansættelsen.

Følsomhedsanalysen viste, at den beregnede værdi er følsom, og at en ændring i udvalgte parametre vil medføre en ændring i den beregnede værdi.

Den anden værdiansættelsesmetode, EBITDA multiple, som beregnede en værdi på 149,20 kr. pr. aktie, hvilket betyder, at kursen på 289,80 kr. pr. aktie var overvurderet ultimo 2019. Denne beregning er dog også forbundet med usikkerhed, da der er anvendt en ekstern kilde til at fastlægge EV/EBITDA.

Konklusionen er derfor, at Pandoras aktiekurs jf. den valgte værdiansættelsesmodel, DCF-metoden, er undervurderet pr. 31. december 2019. Dog er det vigtigt at være opmærksom på, at en anden metode, ville have medført et andet svar.

11. Litteraturliste

Artikler

Regus, *"IFRS 16: Fem ting, du er nødt til at kende til nu"*

Udgivet

<https://www.regus.dk/work-denmark/ifrs-16-five-things-you-need-to-know-now/>

Senest anvendt 22. februar 2020

Berlingske, *"Danske virksomheder gode til at klare sig i ustabil Thailand"*

Udgivet 31. marts 2017

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-virksomheder-gode-til-at-klare-sig-i-ustabil-thailand>

Børsen, *"Pandora ser ind i svært 2020 – forventer fald i det organiske salg på 3-6 pct"*

Udgivet 4. februar 2020

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pandora-ser-ind-i-svaert-2020-forventer-fald-i-det-organiske-salg-paa-3-6-pct>

Senest anvendt 19. marts 2020

Børsen, *"Pandora-formand: Det er klart, at en del af aktionærerne har haft mistillid til Pandora"*

Udgivet 11. marts 2020

Børsen, *"Kom med ind i Pandoras maskinrum: Sådan styrer Alexander Lacik 28.000 ansatte fra sin vandkantsvilla"*

Udgivet 24. marts 2020

Jyllandsposten, *"Er Peder Tuborgh ved at forlade Pandora ad bagvejen?"*

Udgivet 10. august 2018

RetailNews.dk, *"Pandora henter ny direktør fra H&M's topledelse"*

Udgivet 24. marts 2020

Senest anvendt 25. marts 2020

Bøger

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

Bryman, Alan: *Social Research Methods*. 5. udgave. Oxford University Press, 2016.

Hawawini, Gabriel & Viallet, Claude: *Finance for Executives*. 6. Udgave. Cengage Learning EMEA, 2019.

Kvale, Steinar & Brinkmann, Svend: *Interview – En introduktion til det kvalitative forskningsinterview som forskningshåndværk*. 3. udgave. Hans Reitzels Forlag.

Lægaard, Jørgen & Vest, Mikael: *Strategi i vindervirksomheder*. 5. udgave. Jyllands-Postens Forlag.

Systime, *Virksomhedsøkonomi B*, ISBN: 9788761626745

<https://vob.systime.dk/index.php?id=228>

Senest anvendt 27. februar 2020

Systime, *Virksomhedsøkonomi B*, ISBN: 9788761670816

<https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3416>

Senest anvendt 27. februar 2020

Systime, *Toolbox til afsætning*, ISBN: 9788761623706

<https://toolbox.systime.dk/index.php?id=512>

Senest anvendt 28. februar 2020

Sørensen, Ole: *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang*, 5. udgave. Gjellerup, 2017.

Hjemmesider

Danmarks Statistik, MPK3: Rentesatser

https://www.statistikbanken.dk/MPK3?fbclid=IwAR0AXh9xoy_HMefA2-fPgjTPKF9Idlt43DqzG_bFdzo23Jyic4gF-NteMNI

Senest anvendt 22. marts 2020

Dyrberg Kern, Om

<https://www.dyrbergkern.dk/om-os.aspx>

Senest anvendt 26. februar 2020

Euroinvestor, Pandora kursudvikling

<https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/pandora-as/733>

Senest anvendt 30. marts 2020

Georg Jensen, Om

<https://www.georgjensen.com/da-dk/om>

Senest anvendt 26. februar 2020

Panodora.com, about

<https://pandoragroup.com/about>

Senest anvendt 18. februar 2020

Pandora, How we work

<https://pandoragroup.com/careers/working-at-pandora/how-we-work>

Senest anvendt 28. februar 2020

Pandora.com, The Pandora Story

<https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

Senest anvendt 18. februar 2020

Pandora, Ofte stillede spørgsmål

<https://dk.pandora.net/da/ofte-stillede-sporgsmal-%28faqs%29/faqs.html>

Senest anvendt 28. februar 2020

Pandora, Pride

<https://pandoragroup.com/careers/culture-and-values/pride>

Senest anvendt 28. februar 2020

Pandora, Silver and gold

<https://pandoragroup.com/sustainability/product/silver-and-gold>

Senest anvendt 28. februar 2020

Leksikon, Thailand

<https://www.leksikon.org/art.php?n=3101>

Senest anvendt 29. februar 2020

Optimum Consulting

<http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorernes-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-spørgeskemaundersøgelse-maj-2018.pdf>

Senest anvendt 22. marts 2020

Pilgrim, About

<https://www.pilgrim.dk/pages/about-pilgrim>

Senest anvendt 26. februar 2020

PWC, Værdiansættelse af virksomheder: sådan fastlægges afkastkravet i praksis

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

Senest anvendt 22. marts 2020

Realkredit Danmark, aktuelle priser

https://www.rd.dk/da-dk/privat/koeb-bolig/Kurser-og-renter/Pages/Aktuelle-priser.aspx?segment=P&fbclid=IwAR2x3pgJ-_wVQMhS2p4TDT8NPTQxzNaX7GYLj8UUazPW1nU2eT8SIItFCvY

Senest anvendt 22. marts 2020

Reuters, Pandora A/S

<https://www.reuters.com/companies/PNDORA.CO/key-metrics>

Senest anvendt 22. marts 2020

Sif Jakobs, Om

<https://sifjakobs.dk/pages/om-sif-jakobs-jewellery>

Senest anvendt 26. februar 2020

Spinning Jewellery, Om

<https://www.spinningjewelry.com/om-spinning-jewelry>

Senest anvendt 26. februar 2020

Swarovski Gorup, History

<https://www.swarovskigroup.com/S/125/history/History.en.html>

Senest anvendt 26. februar 2020

Swarovski Group, Factsheet

<http://factsheet.swarovskigroup.com/EN/#page=1>

Senest anvendt 26. februar 2020

Tiffany and Co., World of Tiffany

<https://www.tiffany.com/world-of-tiffany/>

Senest anvendt 26. februar 2020

Udenrigsministeriet, Brexit

<https://um.dk/da/udenrigspolitik/brexit/>

Senest anvendt 29. februar 2020

Udenrigsministeriet, Hvad betyder Brexit for din virksomhed?

<https://um.dk/da/udenrigspolitik/brexit/hvad-betyder-forhandlingerne-for-din-virksomhed/>

Senest anvendt 29. februar 2020

Ædelmetaller.dk

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

Senest anvendt 8. marts 2020

Årsrapporter

Pandora A/S - årsrapport 2019, hentet 21. marts 2020
Pandora A/S - årsrapport 2018, hentet 15. februar 2020
Pandora A/S - årsrapport 2017, hentet 15. februar 2020
Pandora A/S - årsrapport 2016, hentet 15. februar 2020
Pandora A/S - årsrapport 2015, hentet 15. februar 2020

12. Bilag

Bilag 1 – Reformuleret resultatopgørelse

Resultatopgørelse til analyseformål					
Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015
Nettoomsætning	21.868,00	22.806,00	22.781,00	20.281,00	16.737,00
Variable omkostninger	5.801,00	5.723,00	5.693,00	4.969,00	4.433,00
Dækningsbidrag	16.067,00	17.083,00	17.088,00	15.312,00	12.304,00
Kapacitetsomkostninger	11.542,00	10.059,00	8.583,00	7.391,00	6.090,00
EBITDA	4.525,00	7.024,00	8.505,00	7.921,00	6.214,00
Afskrivninger	698,00	593,00	721,00	518,00	199,00
EBIT	3.827,00	6.431,00	7.784,00	7.403,00	6.015,00
Renter	-	- 151,00	117,00	- 246,00	469,00
EBT	3.827,00	6.582,00	7.667,00	7.649,00	5.546,00
Skat	884,00	1.537,00	1.899,00	1.625,00	1.671,00
EAT	2.943,00	5.045,00	5.768,00	6.024,00	3.875,00

Bilag 2 – Reformuleret balance (managerial balance sheet)

Managerial balance sheet						
Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Likvider	1.054,00	1.387,00	993,00	897,00	889,00	1.131,00
Arbejdskapital (WCR)	3.442,00	5.824,00	4.045,00	3.837,00	3.369,00	2.545,00
Anlægsaktiver	15.006,00	11.785,00	10.496,00	8.729,00	7.724,00	6.076,00
Invested capital	19.502,00	18.996,00	15.534,00	13.463,00	11.982,00	9.752,00
Kortfristet gæld (rentebærende)	5.777,00	5.244,00	2.605,00	2.774,00	2.753,00	2.229,00
Langfristet gæld	8.476,00	7.333,00	6.415,00	3.895,00	3.090,00	491,00
Egenkapital	5.249,00	6.419,00	6.514,00	6.794,00	6.139,00	7.032,00
Capital employed	19.502,00	18.996,00	15.534,00	13.463,00	11.982,00	9.752,00

Bilag 3 – Antal anslag

Ordoptælling

Statistik:

Sider 102
Ord 22.799
Tegn (uden mellemrum) 135.824
Tegn (med mellemrum) 158.305
Afsnit 959
Linjer 2.805

☒ Medtag fodnoter og slutnoter

Luk