

Executive summary

This paper contains a valuation of the Danish jewellery production company Pandora. The company has its headquarters in Denmark and own production facilities in Thailand. They own and sell through 2700 stores and besides that they sell to other dealers.

By looking at the company with help from a number of well-known models, the analysis creates a 360 degree view of the company, and its surroundings. This part is with focus on external trends, as well as internal factors, with the aim of finding the most critical value drivers.

The second part of the paper dives into the company and their economic performance. By analysing five years of annual reports, the economic review reveals a company with a quite negative development regarding economic performance. In the analysis it turns out, that all the economical KPI's shows worst performance in the latest annual report from 2020.

The findings in the two analysis are summed up in a SWOT analysis, which shows the most crucial factors for Pandora within the next years. The SWOT divides these findings into groups of external factors that are not affect able and internal factors indicates that the company itself is in charge of the development. Some of the most crucial factors in this sum up, are the development in the COVID situation, which directly affect the price level of silver, which secondarily affects the ability to earn money for the company.

All earlier findings are then changed into concrete economical expectations, that turns out as a complete budget for Pandora until 2026. This budget is a key stone, in a calculation with the DCF model, that turns budgets into a concrete business value.

The valuation turns out a bit higher than the stock price, and thereby it is concluded, that the market valuation for the company is underestimated.

At last there is a scenario analysis, where some of the factors are changed in multiple ways, and the effect on the total valuation is set up to show what change in critical factors can mean to the calculated stock price.

Strategisk værdiansættelse af Pandora ud fra DCF-modellen.

Strategisk værdiansættelse af Pandora ud fra DCF-modellen.



Af Lasse Witt Konge
Studienr: 20167240
Anslag: 151.172
Cand. Merc. Aud.-studiet
Vejleder: Hans B. Vistisen

Indholdsfortegnelse

Executive summary	1
1. Indledning	5
1.1 Problemformulering	6
1.2 Afgrænsning	7
1.3 Metode	7
1.3.1 Opbygning samt valg af teorier og modeller	7
1.3.2 Strategisk analyse	9
1.4 Kritik af modeller	10
1.4.1 PESTEL	10
1.4.2 Porters 5 forces	11
1.4.3 Markedsanalysen	12
1.4.4 Dupont	13
1.4.5 SWOT-analysen	14
2. Virksomheden	16
2.1 Mission og vision	17
2.2 Forretningsmodel	18
3. Strategisk analyse	20
3.1 PESTEL-analyse	20
3.1.1 Politik	20
3.1.2 Økonomi	22
3.2. Porters 5 Forces	29
3.2.1 Adgangsbarrierer	29
3.2.2 Kundernes styrkeforhold	30
3.2.3 Substitution	32
3.2.4 Leverandørers styrkeforhold	33
3.2.5 Konkurrencesituationen	35
3.3 Intern analyse	37
3.3.1 Vækststrategi	38
3.3.2 Konkurrencestrategi	40
3.4 Markedsanalyse	43
3.4.1 Udviklingstendenser	44
3.4.2 Andre markeder	45
3.4.3 US-markedet	46
3.4.4 UK-markedet	46
3.5 Produktanalyse	47
4. Rentabilitetsanalyse	49
4.1 Afkastningsgrad	49
4.2 Overskudsgrad	51
4.3 Aktivernes omsætningsagtighed	52
4.4 Gældsrente	53
4.5 Egenkapitalens forrentning	54
4.6 Gearing	55

5. SWOT-analyse	57
5.1 Styrker	58
5.2 Svagheder	58
5.3 Muligheder	60
5.4 Trusler	61
6. Budget	63
6.1 Budgettering af driftsaktiviteten	63
6.1.1 Salgsvæksten	64
6.1.2 Aktivernes omsætningshastighed og netto driftsaktiver	65
6.1.3 EBIT margin og driftsoverskud	66
6.1.4 Driftsoverskud fra salg efter skat	70
6.1.5 Andet driftsoverskud efter skat	71
6.1.6 Andel af nettofinansielle forpligtelser	72
6.1.7 Egenkapital og udbytte	72
6.2 Samlet budget	73
7. Værdiansættelse	75
7.1 Beregning af afkastkrav	75
7.1.1 Den risikofrie rente	75
7.1.3 Risikopræmien	76
7.1.4 Betaværdien	76
7.1.5 Udregning af ejernes afkastkrav	78
7.2 Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger	78
7.3 Værdiberegningen	79
8. Følsomhedsanalyse	81
8.1 Følsomhedsanalyse betaværdi	81
8.2 Risikofri rentefølsomhedsanalyse	82
8.3 Justering af fundamentale elementer	82
8.4 Omsætningsvækst	83
8.5 Overskudsgrad	83
9. Konklusion	85
10. Bibliografi	87
10.1 Bøger	87
10.2 Årsrapporter	87
10.3 Artikler	87
10.4 Analyser	88
10.5 Hjemmesider	88
11. Bilag	89
11.1 Bilag 1 – Nøgletal	89
11.2 Bilag 2 – Budget	93
11.3 Bilag 3 - Formler	95

1. Indledning

Det danske selskab Pandora A/S (herefter Pandora) er kendt af en stor del af den danske befolkning. Gennem medieomtale af specielt en række retssager, kombineret med den kendskabsgrad der følger af at være et af Danmarks største selskaber, kan de fleste koble Pandora-navnet med armbånd og smykker.

Udover at være et firma så er Pandora også for mange et værdipapir. En genstand for handel, spekulation eller investering. Præcis denne sammenhæng mellem den bagvedliggende virksomhed og den børsmæssige værdi er genstand for analyse i nærværende rapport.

Således er rapporten udarbejdet med det formål at opnå en forståelse af Pandora gennem omfattende strategiske analysemodeller, der kan belyse alle de vinkler, som man ikke ved første øjekast gennemskuer.

Desuden kan rapporten ende som input til, hvorvidt der er investeringspotentiale i Pandora-aktien på nuværende tidspunkt eller ej, idet en undervurderet aktie vil være at antage som en forventning om indfrielse af dette gap, imens det omvendte vil være tilfældet, hvis værdiansættelsen falder ud som overvurderet.

Interessen for den gennemgribende forståelse af en enkelt virksomhed er skabt af lysten til at anvende en række tillærte teoretiske værktøjer til et praktisk anvendelsesformål. Desuden er lysten understøttet af en opvækst med selvstændige forældre, hvis virksomheder modnes imod at skulle afhændes eller afvikles. På den baggrund belyser nærværende rapport en mulighed for at opnå en forståelse for en proces, der inden længe udspiller sig i nærmeste familie.

Udover ovenstående er det et pirrende element at værdiansætte en virksomhed, der allerede har en fastsat markedsværdi, når man, som stor fan af teknisk analyse, har en tilbøjelighed til at tro på den gamle sigen, "kursen indeholder al information".¹

¹ <https://www.invested.dk/guides/teknisk-analyse-introduktion>

1.1 Problemformulering

Formålet med denne rapport er at afdække, hvorvidt Pandoras markedsværdi harmonerer med den værdi, der fremkommer ved anvendelse af en metodisk fremgang til værdiansættelse. På den baggrund søges der overordnet svar på:

”Er markedets værdiansættelse af Pandora over- eller undervurderet, sammenlignet med en værdiansættelse efter DCF-metoden?”

For at finde svar på ovenstående spørgsmål, afsøges det indledningsvis, hvilke faktorer der er afgørende for Pandora rent strategisk. Disse faktorer kortlægges igennem en omfattende strategisk analyse med formålet at besvare følgende delspørgsmål:

”Hvilke faktorer er af størst betydning for den fremadrettede udvikling af Pandoras performance og heraf afledte markedsværdi?”

Den strategiske analyse kobles med en rentabilitetsanalyse, og således søges der svar på, hvilke nøgletal der er af kritisk betydning og, hvordan disse forventes at udvikle sig fremadrettet. Svaret søges igennem analyse af de historiske præstationer, hvorefter de – sammenkoblet med den strategiske analyse – anvendes til at give svar på følgende:

”Hvordan forventes Pandoras økonomiske performance at se ud de kommende 5 regnskabsår?”

1.2 Afgrænsning

Rapporten er skrevet med et praktisk afsæt, hvilket også kommer til udtryk i nogle af de til- og fravalg, der er foretaget. Rapportens udgangspunkt er en konkret værdiansættelse af Pandora og en sammenligning med aktiekursen og dermed den børsværdi selskabet antager. Værdiansættelsen beregnes således at den kan sammenlignes med aktiekursen. Efterfølgende foretages en følsomhedsanalyse som viser påvirkningen på resultatet, ved ændring af forskellige faktorer.

Således er der dog også fravalgt en række ting igennem rapporten, hvilket inkluderer, at der er anvendt et minimum af teoretisk debat angående de forskellige værdiansættelsesmetoder. Det udgangspunkt, der er valgt, er i høj grad baseret på anbefalingerne fra FSR - danske revisors vejledning herom. Der kunne i anden sammenhæng være stor interesse i at sammenligne forskellige værdiansættelsesmetoders fordele og ulemper, men da det ikke er hovedformålet, er det helt fravalgt i nærværende rapport.

1.3 Metode

1.3.1 Opbygning samt valg af teorier og modeller

Rapporten er bygget op på en praktisk tilgang. Det udmønter sig ved, at inspiration til opbygningen primært er fundet i kilder, der henvender sig til professionelle, som er beskæftiget med emnet i praksis.

Der vil i kommende afsnit være en kort – men ikke udtømmende – gennemgang af de mest brugte modeller. I den udstrækning andre modeller og litteratur har afgørende betydning for rapportens resultat, vil disse løbende blive inddraget.

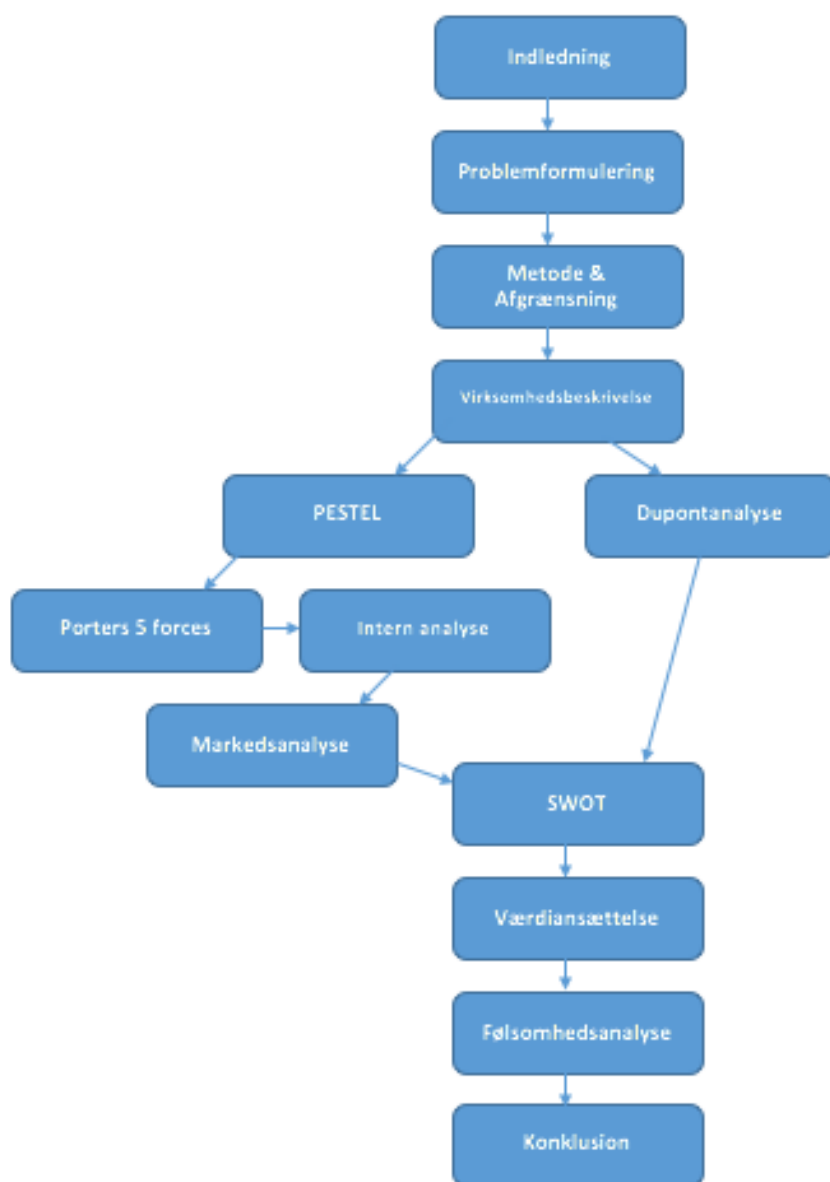
På baggrund af ønsket om en mindre teoretisk tilgang er der fundet stor inspiration i notater og artikler skrevet til henholdsvis revisorer og virksomhedsejere eller -ledere. Ligeledes har der i researchfasen og i forbindelse med litteraturlæsning været et primært fokus på litteratur udarbejdet af praktikere.

FSR, som er en organisation for danske revisorer, har udviklet et "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele". Af dette fremgår en meget tydelig disposition, som kan danne rammen om en værdiansættelse af en given virksomhed. Denne foreslåede struktur har været udgangspunktet for valg af analysemodeller, der er inddraget i kommende gennemgang.²

Børsen har bragt en række artikler under overskriften "Ledelse". Artiklerne henvender sig til ledere i erhvervslivet og er udarbejdet af en række eksperter. Artiklen "værdiansættelse af virksomheder" skrevet af Christian V. Petersen og Thomas Plenborg anvendes løbende som både et modstykke og et supplement til førnævnte notat fra FSR.

Ovenstående har dannet grundlag for dispositionen til opbygningen af rapporten. De suppleres løbende med andet litteratur, artikler og lignende.

Figur 1 er en visuel illustration af rapportens opbygningen, herunder af hvilke modeller, der vil blive gennemgået.



Kilde: Egen tilvirkning

² (Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, 2003)

1.3.2 Strategisk analyse

En grundsten i værdiansættelsesprocessen er en strategisk analyse. Analysen udføres med det formål at identificere de faktorer, der kan anses som værdiskabende, samt som kortlægning af de risikofaktorer, der knytter sig til virksomhedens drift. Den strategiske analyse tjener som supplement til analysen af de økonomiske nøgletal, virksomheden historisk har præsteret. Den kan således anvendes til at identificere faktorer, der enten negativt eller positivt kan påvirke, hvilken retning den fremtidige økonomiske performance udvikler sig i.³

Analysen indledes med en analyse af virksomhedens makromiljø, der beskriver de samfundsrammer, som virksomheden opererer under. Til systematisering af denne analyse anvendes PESTEL-modellen. Fokus i PESTEL-modellen er at identificere de af omverdenens forhold, der potentielt kan have størst indflydelse på virksomhedens fremadrettede indtjeningsmuligheder.

Herefter analyseres den branche, virksomheden er en del af. Det primære fokus for denne del af analysen er at vurdere, hvorledes konkurrencesituationen for branchen er som helhed og deraf, hvorvidt det er muligt at bibeholde det eksisterende rentabilitetsniveauet. Til denne analyse anvendes Porters Five Forces.

Den strategiske analyse opsamles sammen med rentabilitetsanalysen i en SWOT-analyse, hvor overblikket skabes gennem opdeling af fordele og ulemper på både eksternt og internt niveau. Således vil den interne analyse afdække virksomhedens styrker og svagheder, mens den eksterne analyse vil angive disse som muligheder og trusler. Slutteligt er selekteringen en del af en afvejning af hvilke faktorer, der tillægges størst vægt i den fremadrettede analyse. Kendetegnet for de elementer, der fremkommer i SWOT-analysen er typisk, at virksomhedens påvirkningsgrad er størst for de interne faktorer, mens beslutningsprocesser vedrørende de eksterne faktorer er af fx statslig eller demografisk art. De faktorer, der opsamles i SWOT-analysen, kan opdeles i forskellige fokusområder.

³ (Sørensen, 2017)

1.4 Kritik af modeller

Det følgende afsnit er en gennemgang af de modeller, der er indarbejdet i rapporten, herunder af de kritikpunkter som følger med anvendelsen af disse. Dette er udarbejdet i et særskilt afsnit for så vidt muligt at modvirke, at sideløbende diskussioner og modelargumentation nedsætter rapportens læsevenlighed. Det er forsøgt at tage højde for de nævnte kritikpunkter i den løbende brug af modellerne. Således er der ved denne gennemgang af udfordringer inden anvendelsen af modellen mulighed for at inkorporere og reflektere over kritikpunkterne ved anvendelsen.

1.4.1 PESTEL

PESTEL-modellen er en videreudvikling af PEST-modellen. Videreudviklingen består i en tilpasning af modellen, idet de senere års udvikling har vist et behov for også at inddrage miljø og lovgivning. I modellen betegnes disse elementer på engelsk og udgør de to sidste bogstaver, E og L, for *enviroment* og *law*. På denne baggrund er de kritikpunkter, der rettes mod PESTEL-modellen, i høj grad overensstemmende med de, som tillige rettes mod PEST-modellen.⁴

De to primære kritikpunkter går på, at der er en meget høj grad af fortid involveret i brugen af PESTEL-analysen. Således kritiseres den for at fokusere alt for meget på, hvad der er hændt, samt hvordan situationen er på nuværende tidspunkt, alt imens det reelle behov i mange tilfælde handler om, hvad der kommer til at ske i fremtiden.⁵

Udover ovenstående kritiseres PESTEL-modellen også for, at der ikke er nogen konkret vejledning til håndteringen af de forhold, der konstateres i gennemgangen. Således kan der argumenteres for, at PESTEL-modellen i højere grad end en fremtidsanalyse udgør et kompas, der kan sætte en kurs og sikre, at man kommer rundt om de emner, der er relevante at fokusere på. Ved anvendelsen af modellen sikres, at disse emner – ved slutningen af en PESTEL-gennemgang – som minimum har været genstand for tankevirksomhed og vurdering, hvilket giver mulighed for at spotte kritiske emner.

⁴ <http://betabox.dk/2016/08/03/43/>

⁵ <http://betabox.dk/2016/08/03/pest-analyse/>

Hvad angår kritikken om den manglende fremtidsfokus, så er det vurderingen for indeværende rapport, at det vil være markant mere ressource- og datakrævende at give meget sikre bud på blandt andet politiske udviklinger. Således ses eksperter og organisationer gentagende gange at beskæftige sig fuld tid med udfald af politiske begivenheder, og stadig tage fejl i deres spådomme. Derfor anses PESTEL-modellen i nærværende rapport ikke som et værktøj til entydig, sikker spådom om fremtiden, men derimod som et værktøj der sikrer, at de mest relevante emner er genstand for vurdering.

1.4.2 Porters 5 forces

I rapporten anvendes også Porters 5 forces, der har til formål at belyse de fem elementer, der til sammen udgør konkurrencesituationen i en given branche. Porter betegner disse fem elementer som havende indflydelse på strukturen og styrkeforholdene.

Det største og mest anerkendte kritikpunkt af Porters 5 forces-modellen er, at modellen er for statisk i modsætning til genstanden for analyse, brancherne, der anses for at være i konstant udvikling. Således kan man på nogle punkter sige, at kritikken har lidt samme form som kritikken af PESTEL-modellen nemlig, at den ikke anskuer fremtiden, men i højere grad er at anse som et øjebliksbillede.

Et andet kritikpunkt af modellen er, at den kan resultere i, at man ser på leverandører og kunder som en slags modstandere, der i højest mulige grad ønsker at påvirke virksomheden negativt. Det kan efterlade det indtryk, at der blandt andet mellem virksomheden og dens medarbejdere, der indgår i leverandørvurderingen, er grundlag for at se virksomhedens medarbejdere som en slags fjender, hvilket i sagens natur kan give anledning til ikke hensigtsmæssige vurderinger.

Det sidste kritikpunkt Porters model er genstand for er, at den ikke tager højde for kulturelle og nationale forskelle, som kan gøre forholdene meget forskellige fra land til land. Således kritiseres det, at der alene på baggrund af demografi, kultur, infrastruktur og tilsvarende kan være store forskelle i konklusioner, hvis analysen var udarbejdet mere lokalt. Således har Porters model sine

begrænsninger, når det kommer til at simplificere forhold til brug for en analyse af globale virksomheder.

I forhold til ovenstående har Michael Porter selv reageret og argumenteret, at man kan anvende modellen til enten at give et bud på, hvordan forholdene ser ud på nuværende tidspunkt eller som model for, hvordan forholdene forventes at udvikle sig, og dermed samlet set give analysen en bredere tidshorisont i stedet for at angive et øjebliksbillede.⁶

Hvad angår udfordringen med, at man ved anvendelse af modellen kan komme til at se medarbejdere og leverandører som modstandere i stedet for samarbejdspartnere, er det en udfordring, som også i denne analyse vil være at se ved anvendelsen af modellen. Således er der for Pandoras vedkommende forhold, der forstærker dette, hvilket læseren i sagens natur bør være opmærksom på. Det må midlertidig antages, at der i den virkelige relation er en grad af gensidig afhængighed mellem virksomheden, leverandører og ansatte, der gør, at man kan have modsatrettede interesser, men dog et fælles overordnet mål, hvormed man kan undgå at udvikle en decideret fjendtlig relation.

I forhold til den kulturelle kritik er det i denne rapport vurderet, at der opnås en høj grad af bevidsthed som følge af den logiske systematisering modellens opbygning bevirker. Det er vurderet, at der er en større grad af gevinst end fejlkonklusioner ved at anvende modellen på trods af, at den også inddrager ting, som har med andre kulturer at gøre.

1.4.3 Markedsanalysen

Det er valgt at anvende Porters model om generiske strategier for at synliggøre, hvilke fokusområder virksomheden har med henblik på at kortlægge, hvilke nøgletal der er mest kritiske for virksomheden. Ud fra den betragtning at modellen ikke forsøger at fastlægge et strategisk kort, som virksomheden kan agere ud fra, men blot fastlægge, hvilket fokus den har på nuværende tidspunkt, synes modellen at være relevant.

⁶ <http://betabox.dk/2016/08/04/porters-five-forces/>

Porter argumenterer for, at de selskaber, der ikke udelukkende placerer sig klart i en af de fire kategorier, er dømt til at fejle på den baggrund han kalder "*stuck in the middle*". Således udleder kritikere endvidere, at det den dag i dag kan være differentiering i sig selv at have den laveste omkostning. Derudover påpeges det, at der findes moderne virksomheder, som er så dygtige til optimering og produktionsudvikling, at der ikke længere nødvendigvis er modsatrettede fortegn mellem lave omkostninger og et unikt produkt.⁷

Det synes rimeligt tydeligt, at udviklingen måske har gjort Porters generiske strategier mindre relevante. Denne relevans synes dog at være mest tydelig, når man fokuserer på modellen som grundlag for sine beslutninger om, hvordan man ønsker at positionere en virksomhed i fremtiden. Det er den klare vurdering i denne rapport at vurderingen og indplaceringen af Pandoras produkter, kan tjene som et supplement til en nøgletalsanalyse, og derigennem bidrage til at sikre fokus på de rigtige områder. På denne måde fungerer modellen i højere grad som supplement til at forstå, hvilke tal der er af størst relevans, samt for den videre gennemgang af Pandoras produkters pris og baggrund, som senere i analysen udgør et supplement til inddragelse af en ekstern analyse.

1.4.4 Dupont

I dele af litteraturen modtager den klassiske Dupont-analyse en del kritik på flere punkter.

I andre tilgange til analyse af regnskaber argumenteres der for, at første nødvendige analyse bør være af regnskabets kvalitet. Således bør det først analyseres, hvilke forudsætninger, hvilken regnskabspraksis, samt hvilke skøn ledelsen har udarbejdet regnskabet under.⁸

Et andet af kritikpunkterne er en manglende detailanalyse af egenkapitalens udvikling. Således analyseres en række nøgletal med egenkapitalen indregnet. Ændringer som følge af ændrede kapitalforhold kræver ofte stor opmærksomhed at spotte i analysen.⁹

⁷ <http://www.strategylab.dk/portal/nyheder/2015/08/4748/>

⁸ (Sørensen, 2017) s. 155.

⁹ (Sørensen, 2017) side 181.

Ud over kritik af ovenstående to punkter argumenteres der for, at der kan være en del regnskabsmæssig støj, som bør fjernes. Således kan der laves en reformulering af balance og resultatopgørelse til analysebrug for at sikre et mere realistisk billede gennem analysen.

Når det her i rapporten er valgt at holde sig til de mere klassiske metoder, så skyldes det en kombination af følgende tre betragtninger. Ved anvendelsen af det ”faglige notat om statsautoriserede revisorers arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og andele” fremgår der ikke en analytisk gennemgang af budgettet baseret på reformulerede tal.¹⁰ Desuden er der for danske selskaber relativt strenge krav, men også kendte regelsæt for rapportering, hvilket således synes at mindske behovet for at reformulere inputtet til analysebrug. Slutteligt er det vurderet, at der er en høj grad af sammenhæng imellem de tal, som præsenteres i de officielle rapporter og de tal, som er fremkommet i denne rapport. Således må det forventes, at massen af investorer ikke træffer beslutninger på baggrund af reformulerede data, men på baggrund af de officielle rapporter. Da denne rapport i høj grad handler om værdiansættelse, som er skabt på baggrund af massen af investorer, synes det derfor i høj grad rimeligt at anvende ikke reformulerede resultat- og egenkapitalopgørelse, samt balance.

1.4.5 SWOT-analysen

Sidst i analysen anvendes som tidligere beskrevet SWOT-analysen som fælles opsamling på den strategiske analyse samt analysen af de økonomiske nøgletal. Således er formålet at koge en lang række pointer ned og selektivt udvælge dem, som er af størst betydning for det kommende budget.

SWOT-analysen har som enkeltstående model været genstand for en del kritik, idet den meget ofte anses som høj grad af simplificerende. Dette skyldes, at modellen ofte anvendes alene, hvorfor den i mange tilfælde kan ende som en opremsning uden argumentation eller uddybende forklaring.

¹⁰ (Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, 2003)

Udover ovenstående angiver kritikere, at der er en tendens til, at SWOT-analysen alene påpeger udfordringer og ikke løsninger, hvilket kan være en stor udfordring for virksomhedsledere eller ejere, der modtager den som input fra ansatte eller eksempelvis eksterne konsulenter.

Det er for nærværende rapport vurderet, at ingen af kritikpunkterne er af særlig stor relevans. Det skyldes primært at SWOT-analysen anvendes på en anden måde i denne analyse. Ved i højere grad at anvende modellen som en opsummering af en lang række foregående analyser sikres det, at det er gennemarbejdede pointer med forudgående argumentation. Desuden er der ikke i denne rapport nogen intention om at skulle være guidance eller input for en ledelse, der kan anvende rapporten som værktøj i deres fremadrettede strategiske planlægning. SWOT-analysen tjener i denne rapport således alene det formål at give et godt overblik, der kan bidrage til at mindske risikoen for fejlfortolkning af de foregående analyser ved at bidrage som redskab til selektering af de mest relevante punkter.

2. Virksomheden

Virksomheden Pandora startede oprindeligt som importør af smykker fra Thailand, hvor grundlæggerne ofte rejste til for at finde smykker velegnede til salg i Danmark. Smykkerne solgte de i deres lille juvelerbutik på Nørrebro, som de havde overtaget i 1979.¹¹ I takt med stigende succes i form af større efterspørgsel efter de importerede smykker, skiftede virksomhedens fokus til i højere grad at agere import og engrosvirksomhed.¹²

*”Vores historie begynder, da den danske guldsmed Per Enevoldsen og hans kone Winnie grundlægger Pandora i København i 1982. Pandora har siden da været på en utrolig rejse fra en lokal dansk smykkebutik til verdens største smykkebrand.”*¹³

I 1989 tog Pandoras koncept en drejning, og således hyrede Pandora deres egen designer og fik efterfølgende produceret den første egentlige Pandora-ring på eget produktionsanlæg i Thailand.¹⁴

Endnu en milepæl blev opnået i år 2000, da virksomheden lancerede sit charmsarmbåndskoncept. Ideen med charmsarmbåndet er muligheden for at udbygge et armbånd med forskellige vedhæng, såkaldte charms, der passer det enkelte individ, og dermed kan være tonegivende for præcis den, der bærer armbåndet.¹⁵

I årene efter lanceringen af charmsarmbåndet tog virksomheden fart. I 2005 åbnede Pandora sit første produktionsanlæg i Thailand, som var ejet 100% af Pandora. Kort tid efter fulgte i 2006 åbningen af den første Pandora Store i Hamborg, også kendt som Pandora Concept Store, og endelig blev de i 2010 børsnoteret på Nasdaq OMX fondsbørsen i København.

11 (Finans.dk, 2018)

12 (A-Finans, 2016)

13 (Pandora A/S, 2020)

14 (Pandora A/S, 2020) & (Finans.dk, 2018)

15 (Pandora A/S, 2020)

Der er siden åbningen af den første butik i Hamborg blevet åbnet mere end 2.700 butikker globalt.¹⁶ Således har konceptet i Pandora endnu engang haft et fokusskifte, og i dag er de ikke alene en engroshandler, men driver også en stor detailhandel i eget regi.

På nuværende tidspunkt har virksomheden – ud over sine egne butikker – over 5.000 forhandlere globalt. De beskæftiger ca. 26.000 personer og solgte i 2020 over 85 millioner smykker.¹⁷

En af de lidt mindre positive ting Pandora er kendt for er en retssag mod den danske erhvervsmand kendt som Kasi-Jesper. Denne retssag har verseret i en årrække og har haft en meget høj grad af søgelys for offentligheden som en naturlig følge af, at Pandora er en af Danmarks største virksomheder og samtidig børsnoteret. Det endelige udfald af sagen er stadig ikke kendt, men sagen har en høj grad af indflydelse på Pandoras økonomiske situation, og er således også interessant for investorer.¹⁸

2.1 Mission og vision

Pandoras mission og vision er citeret nedenfor. Missionserklæringen går på at tilbyde kvinder i hele verden håndlavede moderne smykker til skarpe priser. Igennem disse smykker skal kvinderne have mulighed for at udtrykke deres individualitet og individuelle historie. Dette skal gøre, at smykkerne kan udgøre en personlig fortælling om livsbegivenheder, der har været essentielle for bæreren.

”to offer women across the world a universe of high-quality, hand-finished, modern and genuine jewelry products at affordable prices, thereby inspiring women to express their individuality. All women have their individual stories to tell – a personal collection of special moments that makes them who they are.”¹⁹

Slutteligt er visionen nedfældet som en vision om at være den producent, der leverer den mest personlige smykkeoplevelse. Dette hænger relativt godt sammen med både charmsprodukterne og

¹⁶ (Pandora A/S, 2020)

¹⁷ (Pandora A/S Årsrapport, 2020)

¹⁸ <https://www.bt.dk/nyheder/kasi-jesper-med-vild-anklage-saadan-snoed-pandora-mig>

¹⁹ (Pandora, 2021)

missionen, som begge leder op til at kunne fortælle en personlig historie om den, der bærer smykkerne.

*"To be the branded manufacturer that delivers the most personal jewelry experience"*²⁰

2.2 Forretningsmodel

Pandora har valgt at opbygge en forretning, hvor samtlige led i værdikæden varetages af virksomheden selv. Det betyder således, at alt fra design og indkøb til det endelige detailed og forbindelsen til forbrugeren i høj grad varetages af Pandora selv.²¹

Som nævnt indledningsvist sælger Pandora både igennem egne butikker og engros til andre smykkehandlere. På den måde generes kun dele af omsætningen igennem Pandoras egne detailforretninger.

Den følgende gennemgang af Pandoras forretningsmodel tager udgangspunkt i Pandoras egen beretning og er således ikke genstand for fortolkning.²²

Allerede tidligt i Pandoras historie tog de designprocessen inhouse. Designet af produkterne er det første og indledende skridt. Gennem analyser af den eksisterende produktportefølje og dennes performance kombineret med mode- og smykketrends, skitseres rammerne for det kommende års kollektion hvert år. En del af den indledende fase foregår på Pandoras Innovation Centre i Bangkok. Her tegnes smykkerne i 3D, hvorefter der produceres prototyper. Disse prototyper anvendes som testenheder, hvor fokusgrupper samt visse butiksmedarbejdere kan give feedback i det meget tidlige stadie. Produkterne finpudsес herefter, og produktionsprocessen planlægges, hvorefter indkøbsafdelingen kan gøre klar til at planlægge og indkøbe materialer til den endelige produktion.

²⁰ (Pandora, 2021)

²¹ (Pandora A/S Årsrapport, 2017)

²² (Pandora A/S Årsrapport, 2017) side 18 og frem.

En stor del af processerne omkring indkøb, er sat i verden for at skabe en høj grad af kvalitetssikring. Derfor er der stor fokus på kvalitetstest af råmaterialer, men der må naturligvis forventes en afvejning i forhold til omkostninger samt andre fokusområder, herunder CSR relevante fokus.

Størstedelen af produktionen (88% i 2017) foregår på Pandoras egne produktionsfaciliteter i Thailand. Her kombineres klassiske metoder med moderne produktionsanlæg, der alle er underlagt en *lean* tilgang for at sikre korte gennemløbstider. De resterende 12% af produktionen foregår hos eksterne leverandører i Thailand, Kina og Italien.

Ud over produktion og design er markedsføringen naturligvis en stor del af Pandoras forretning og prioriteres højt. En stor del af formålet er at gøre Pandora til en samlet brandoplevelse, således at oplevelsen er en helhed. I den mere lavpraktiske ende sørges der for, at samtlige kollektioner altid er fulgt af et komplet sæt markedsføringsmaterialer, således at alt fra reklamer til butiksmateriale udarbejdes allerede imens kollektionen gennemgår designfasen.

En del af konceptet er også, at kollektionerne er tilgængelige i samtlige afsætningskanaler. En kollektion vil kunne købes i samtlige butikker, når den lanceres. Ud over Pandoras egne detailforretninger, konceptbutikkerne, findes der en række forhandlere både fysisk og online samt Pandoras egen webshop.

3. Strategisk analyse

De kommende sider i denne rapport indeholder en gennemgribende analyse af Pandora på flere niveauer både strategisk og økonomisk. Fokus gennem den strategiske analyse på Pandora er at beskrive både interne og eksterne forhold, der kan være af relevans for virksomheden. Ved at starte med en PESTEL-analyse, analyseres omverdens forhold, der er af en sådan karakter, at de i høj grad ligger uden for, hvad virksomheden selv kan påvirke. PESTEL-analysen har forskellige fokusområder, der samlet set giver et 360 graders overblik over de vigtigste faktorer i omverden. Herefter analyseres den branche Pandora agere i ved at anvende PORTERS 5 Forces. Ved en gennemgang af denne models indhold, relateret til Pandoras situation, fremkommer et billede af, hvordan konkurrencesituationen er for Pandora på nuværende tidspunkt.

Efterfølgende skifter fokus til analyse af mere intern karakter.

3.1 PESTEL-analyse

Gennem nærværende PESTEL-analyse, vil der løbende være fokus på forskellige lande, hvor Pandora har aktiviteter. Det skyldes, at der naturligt må forsøges at skabe en sammenhæng imellem analysens fokusland og hvilke lande eller områder Pandora har de mest kritiske aktiviteter i. Desuden vil den nuværende situation omkring Covid-19, som medfører en stor grad af uforudsigelighed, forsøges vurderet og inddraget løbende i relevante betragtninger.

3.1.1 Politik

Nærværende analyse vil politisk set fokusere på både Thailand, Danmark og verden mere generelt. Thailand, fordi landet huser Pandoras produktion, men ligeledes Danmark, fordi det selskabsretlige hjemsted findes her. Derudover Storbritanien fordi det huser et af Pandoras største markeder og for i et stykke tid har været høj aktuelle i forhold til politisk udfald omkring BREXIT.

Som nævnt tidligere foregår 88% af Pandoras produktion på egne faciliteter i Thailand. Dette medfører, at selskabet i høj grad er afhængige og påvirkede af den politiske situation i landet. Ifølge Udenrigsministeriets anbefalinger medfører den politiske situation i Thailand store risici for

demonstrationer, der let kan udvikle sig voldeligt. Desuden har en række Thailandske provinser været i undtagelsestilstand siden 2006, fordi risikoen for terrorangreb er høj.²³

I 2017 investerede Pandora 1,8 milliarder kroner i nye produktionsfaciliteter i Thailand. Inden etableringen af nye faciliteter, havde de største udfordringer været et midlertidigt udgangsforbud grundet politiske uroligheder. Covid-19-pandemien har imidlertid ændret risikoen ved den profil selskabet har som følge af, at produktionen er samlet i ét land. Senest kom det igennem en Carneige-analyse frem, at der er en stor kortsigtet risiko forbundet med denne profil, hvis Thailand vælger at gennemføre en national nedlukning, idet det med ét vil lukke næsten hele Pandoras produktion. Det skal dog i den forbindelse bemærkes, at Pandoras ledelse har oplyst, at lagerbeholdningen af færdigvarer svarer til cirka 6 måneders efterspørgsel.²⁴

Covid-19-situationen i resten af verden medfører også store udfordringer for Pandora. I november 2020 kunne selskabet således oplyse, at det midlertidig måtte lukke 18% af sine fysiske butikker. Ud af de totalt set ca. 2.700 butikker, blev 486 butikker midlertidigt lukket i november. På trods af at der for butikkerne i Danmark er mulighed for at indhente hjælpepakker, så er der kun tale om støttepakker, og således dækkes tabt fortjeneste ikke. Desuden er der en række lande, hvor det uden nærmere undersøgelse antages at være urealistisk for virksomheden at slippe for store tab i forbindelse med nedlukningerne.

Udover Covid-19-situationen så har der længe eksisteret en usikkerhed omkring Storbritanniens udtræden af EU-samarbejdet. I december lykkedes det dog at få fastsat en aftale mellem UK og EU, således at der fra 1. juli 2021 vil træde en række nye vilkår for samarbejde i kraft. Det er endnu uvist og vil kræve en vidtgående og dyb analyse at angive de præcise konsekvenser for Pandora fremadrettet. Sikkert er det dog, at det som minimum kommer til at kræve en høj grad af tilpasning at forstå og indarbejde de nye regler i praksis. Som det vil fremgå senere i denne analyse, påvirker dette UK markedet, der for Pandoras vedkommende er det tredje største marked.

²³ <https://um.dk/da/rejse-og-ophold/rejse-til-udlandet/rejsevejledninger/thailand/>

²⁴ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/fabrikker-i-thailand-er-pandoras-akilleshael>

I forhold til den risiko man tidligere havde, nemlig told på varer, så skal det nævnes her, at denne er elimineret for nuværende som følge af den erklærede samhandelsaftale. Denne sikrer, at told og kvoter ikke bliver en udfordring. Dog mener flere stadig, at Brexit for involverede parter kommer til i høj grad at medføre en stigende grad af bureaukrati. Dette, samt det faktum at Brexit forventes at påvirke Storbritanniens økonomi negativt generelt, kan have en samlet negativ indflydelse på Pandoras indtjening på dette marked fremadrettet.

3.1.2 Økonomi

Den makroøkonomiske analyse af de forhold, der påvirker Pandora på nuværende tidspunkt, er i høj grad udfordret af Covid-19-pandemien. Det skyldes primært, at pandemien allerede på nuværende tidspunkt har vist sig at være uforudsigelig på mange punkter, da det på mange måder er ukendt terræn. Det gør sig både gældende i form af udsving i aktier og på råvaremarkeder, men udmønter sig på samme tid ved nedlukninger af detailhandlen, der behandles yderligere under overskriften "3.1.2.4 Samfund".

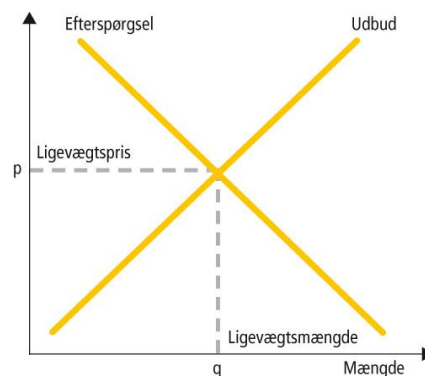
3.1.2.1 Råvarepriser

I forhold til Pandoras produktion er de afhængige af mange faktorer såsom løn, prisindeks i produktionslandene, distributionsomkostninger, men i meget høj grad også af råvarepriser på guld og sølv. Det er en relativt kendt markeds mekanisme, at når alvorlige risici truer de finansielle markeder, så søger investorer mod mere sikre steder at placere deres kapital. Disse sikre havne er eksempelvis obligationer i for eksempel stater og på ejendomsmarkedet, hvilket i disse år resulterer i en rekordlav rente på det meget anerkendte og sikre danske boligmarked. I lighed med disse har både guld og sølv en underliggende værdi, der samtidig understøttes af at udbuddet ikke forøges markant, da det er en udtømmelig råvare. Derfor er det også set, at specielt guld er steget markant i tiden umiddelbart efter Covid-19-pandemien ramte verdenen.

En stigning i kostprisen på råvarer til at producere smykker vil alt andet lige skulle afspejles i prisen på slutproduktet på længere sigt for at bibeholde de samme marginer. Ved en parallel forskydning af udbudskurven, således at man udbyder samme mængde, men til en højere pris (som illustreret i figur 2), vil det nye ligevægtspunkt angive en mindre ligevægt og dermed en lavere afsætning end

hidtil. Derfor kan denne trussel mod Pandoras marginer isoleret set være en af de største trusler, firmaet skal finde en løsning på, hvis de skal bibeholde deres marginer.

Det kan i forbindelse med råvareprisernes udvikling, være interessant at kigge på, hvorvidt Pandoras størrelse kan gøre det muligt for dem at agere trendsætter med andre materialer i perioder, hvor råvarepriserne er pressede. Således kunne man forestille sig, at charms lavet af glas eller andre materialer kunne udgøre en større del af sortimentet i perioder, hvor råvarepriser gør det svært at opretholde en fornuftig forretning med guld- og sølvcharms.



forlaget © columbus

Figur 2

Kilde: Forlaget Columbus

3.1.2.2 Valutakurser

Andre forhold, der kan nævnes som værende af kritisk interesse for Pandora, er valutakursudviklingen. Pandora er en verdensomspændende forretning med flere store markeder, som udgør en stor andel af omsætningen. Dertil kommer et produktionsapparat og ikke mindst indkøb af råvarer. I forhold til forskydning af indtægter i en given valuta og udgifter i en anden, kan der fremkomme en betragtelig risiko, specielt i tider som disse, hvor verdensøkonomien agerer på uventede måder.

Der er naturligvis metoder til at sikre sig mod ovenstående, men en total sikring imod fremtidige kursudsving vil ikke blot være en bekostelig affære, der vil påvirke marginerne, den vil også uomtvisteligt have en udløbsdato. Det er således muligt at sikre sig mod kortsigtede udsving og på den måde skabe en mere sikker og stabil indtjening, men de langsigtede udsving kan påvirke i meget høj grad, både positivt og negativt.

3.1.2.3 Makroøkonomisk udvikling

På nuværende tidspunkt hober staternes gæld sig op som følge af nedlukning, fyringer og øgede offentlige udgifter. Forøgelsen i antallet af fritstillede, ikke blot i Danmark, men i store dele af Europa og andre verdensdele, risikerer således at medføre mindre frihed til luksusvarer. På den

modsatte side stiger blandt andet boligpriserne støt herhjemme, og der har endnu ikke været den nedgang, som man med rette kunne frygte i den situation verden har gennemgået den forgangne tid. Det er svært endegyldigt at konkludere, hvorvidt situationen kommer til at få en stor negativ eller en lille positiv effekt på forbruget af luksusvarer som smykker, idet der ikke findes et stort sammenligningsgrundlag fra forudgående, tilsvarende situationer.

Ifølge Deloitte's analyse "Global Power of Luxury Goods 2020" er en signifikant andel af forbrugerne i en række af verdens dominerende økonomier bekymrede over fremtidens økonomi. Man kunne frygte, at dette vil påvirke lysten til at købe luksusvarer.²⁵

I en ældre artikel fra branche- og arbejdsgiverorganisationen Dansk mode og Textil gennemgås hovedpointerne i en større analyse kaldet "*State of fashion*". Her fremgår det, at der forventes en markedsvækst for smykker på imellem 1,5 og 2,5% årligt.²⁶ Denne vækst er relativ beskeden set i forhold til et ønske om et generelt inflationsniveau på 2%. Derfor er det formentligt nødvendigt for Pandora at opretholde en højere grad af vækst eller en forholdsmæssig forbedring af indtjening på de interne linjer, hvis investorerne skal være tilfredse.

3.1.2.4 Samfund

Når man sælger luksusvarer, smykker, tøj med mere, er det ofte en helhedsoplevelse de store selskaber går efter at skabe for deres kunder. Det er beskrevet andre steder i denne rapport, hvordan Pandora har haft et stort fokus på oplevelsen i deres detailled. I forhold til samfundsudviklingen under Covid-19-pandemien, er der dog en hel del, der har ændret sig. I mange lande har Pandora været nødsaget til at lukke deres butikker, derfor er der behov for en ændret tilgang, hvis salget fremadrettet skal opretholdes, og forholdene ikke ændrer sig.

I Deloitte's føromtalt analyse beskrives det, at Covid-19-pandemien kan ende som accelerator for nye paradigmer inden for handel med luksusvarer. En af de ting der specifikt nævnes er lysten til at

²⁵ (Deloitte, 2020)

²⁶ (Dansk Mode og Textil, 2019)

foretage indkøb af dyre varer på internettet.²⁷ Dette kan potentielt være en game changer fremadrettet, hvis man kan bibeholde momentum i denne trend, idet omkostningsniveauet til distribution formentlig vil kunne bringes ned til et markant lavere niveau. Ved at være frontløber på denne udvikling vil det være muligt i en årrække at opretholde højere marginer end markedsvæksten.

3.1.2.5 Teknologi

Som nævnt under 3.1.2.4 Samfund kan der være gang i en ændring af købsmekanismerne, når det kommer til luksusprodukter. Dette kan potentielt set åbne for en, om end ikke ny distributionskanal, så en kanal der, hvis den får overtaget, på længere sigt kan ændre hele branchen som resultat af markant lavere omkostninger til detaillerede. Således kunne der øjnes en mulighed i at være med som first movers på at satse stor på at flytte salget online, og således opretholde højere marginer end resten af branchen. Der kan naturligvis ikke blive tale om en situation, hvor man er den eneste smyksesælger online, men ser man på Pandoras onlinesalg i 2019, udgjorde det kun 12,7%.²⁸

En af de muligheder som automatisk følger med, hvis det kan lykkedes at gøre salgsandelen online større, er muligheden for brug af "big data". Det store spørgsmål er, hvorvidt kunstig intelligens og adgang til data – og dermed mere målrettet markedsføring – kan kompensere for det manglende fysiske element, hvor man kan have smykkerne i hånden, og dermed blive sansemæssigt påvirket. En af de ting som onlinebranchen normalt kan lukrere på er, at det er muligt at tilbyde en række produkter, som en computer kan analysere sig frem til, at lignende brugere har købt. Det er i den grad en svær opgave i detailforretningen, hvor man dog naturligvis heller ikke skal negligere de positive effekter af en god og veluddannet sælger.

3.1.2.6 Miljø

Miljø har i stigende grad fanget interessen hos flere og flere forbrugere. Som et udspring af en global debat om klimaets udvikling involveres virksomhederne og pålægges i stigende grad at forholde sig til miljøet og planlægge deres aktiviteter således, at det udføres på en bæredygtig måde. Mange af

²⁷ (Deloitte, 2020)

²⁸ (Pandora, 2019)

de tiltag der vedrører virksomhederne, og som de underlægges ved lov, starter som politiske initiativer og adopteres senere af forbrugerne. Der findes således allerede i dag en række muligheder for virksomheder. Nogle er valgfrie, mens andre er pålagt ved lov.

En af de situationer som produktionsvirksomheder ofte befinder sig i er, at produktionen har ry for at være miljømæssigt belastende. Når det kommer til Pandoras smykkeproduktion, er det forudgående led – som udvinder råmaterialer i form af sølv og guld – en stor synder. Således er Pandora afhængig af et råstof som på nuværende tidspunkt udvindes med en enorm miljømæssig belastning til følge.²⁹ Det faktum har Pandora dog iværksat en indsats for at få ændret fremadrettet. Således kunne man i 2020 læse, at Pandora har en målsætning om inden 2025 at opgive brugen af sølv og guld, der er blevet udvundet fra miner. Gennem en konvertering af produktionen til at anvende genbrugssølv og -guld skulle Pandora, ifølge egne kilder, reducere CO2-udledningen med cirka 2/3 for så vidt angår sølv og med over 99% for så vidt angår guld. I 2020 kom 71% af de producerede smykker således fra genvundne materialer.³⁰

Hvis Pandora lykkes med et sådant initiativ og får omstillet hele produktionen, så kan det potentielt give en konkurrencefordel i en periode, specielt set i forhold til mindre smykkeproducenter, der både kan have udfordringer med at sikre, dokumentere og afholde udgifter til de mere grønne valg, men som også kan have en større grad af udfordringer med at kommunikere det ud til deres kunder.

Desuden arbejder Pandora på at skabe en plan for reduktion af kulstofemissioner i resten af deres værdikæde i et tæt samarbejde med "*Science Based Targets-Initiative*", som er et multi stakeholder-initiativ.³¹ Dette ville, kombineret med konverteringen til brug af genbrugssølv og -guld, være en meget værdifuld ændring i forhold til kommunikation med omverdenen fremadrettet.

En del af Pestels miljøanalyse omhandler arbejdsforhold og generelle samfundsforhold. Dette handler for Pandoras vedkommende om arbejdsforholdene for deres medarbejdere i Thailand og udgør et led i at tage del i det sociale ansvar.

²⁹ [Guld og miljø - det grønne valg \(nyfortuna.dk\)](#)

³⁰ [Nu skal Pandoras smykker fremstilles af genvundet sølv og guld | CSR.dk](#)

³¹ [Nu skal Pandoras smykker fremstilles af genvundet sølv og guld | CSR.dk](#)

Emnet rummer en risiko for gentagelser, idet det også vil blive behandlet i den nedenstående analyse af leverandørers styrkeforhold ved hjælp af Porters 5 forces-modellen. For at inddrage flere perspektiver af virksomheden er emnet imidlertid vigtigt, hvorfor det også indgår her.

Pandora har gennemgået en ærgerlig sag om dårlige arbejdsforhold på deres fabrik i Thailand. Denne sag beskrives nærmere senere i rapporten, men vil alt andet lige være en plet på Pandoras CSR-profil. Hvis historien om dårlige arbejdsforhold bider sig fast og bliver til den offentlige sandhed om Pandora på lang sigt, er der risiko for, at kunderne vil tage negativt imod Pandora og tillægge deres andre miljøtiltag mindre værdi.³² Det er på den baggrund ikke nok at minimere sit CO2-niveau ved at ændre på sine råvarers oprindelse, hvis virksomheden på en og samme tid udstilles som værende en dårlig arbejdsgiver, der tryner sine medarbejdere i de mindre velstillede dele af verden.

Samlet set vurderes det, at Pandora har en mellemstærk miljøprofil. Virksomheden har en veletableret CSR-profil, rapporterer jævnligt og har allieret sig med eksterne partnere, der kan bidrage til den samlede fortælling om en grøn profil. De har imidlertid andre udfordringer i form af dårlig omtale vedrørende arbejdsforhold på deres produktionsanlæg i Thailand, som svækker den samlede troværdighed.

3.1.2.7 Lovgivning

I forhold til den lovgivningsmæssige del af PESTEL-analysen forsøges det her i rapporten at gennemgå de vigtigste forhold. Det er imidlertid vigtigt at henholde sig til det faktum, at man som global virksomhed med egne aktiviteter – som eksempelvis butikker i en lang række lande – er underlagt en sum af små juridiske udfordringer, der periodisk kan vise sig at påvirke negativt. Omfanget af en total kortlægning af disse juridiske udfordringer er uden for rækkevidde af nærværende rapport. Således søges det udelukkende at dykke ned i de mest relevante udfordringer, som Pandora kan møde inden for den kommende årrække.

Det er i rapportens foregående afsnit beskrevet, hvordan Pandora har udfordringer med arbejderne på deres fabrik i Thailand. Som det også nævnes senere i rapporten, har Pandora tabt en retssag i

³² <https://danwatch.dk/dansk-smykkegigant-fyrede-ansatte-da-de-stiftede-fagforening/>

Thailand vedrørende deres ansattes ret til at forsamle og organisere sig som medarbejdere. Dette vurderes som en stor trussel for Pandora som helhed. Ud over de tidligere beskrevne udfordringer angående image, må virksomheden forholde sig til at lande, som er under stor udvikling som eksempelvis Thailand, i stigende grad vil have incitament til at anvende lovgivning som driver for større grad af velstand og velfærd. Således må det alt andet lige forventes, at der kan komme skrappe krav til løn, arbejdsmiljø og ansættelsesforhold. Disse forhold er naturligvis positive for de ansatte og medfører over en lang tidshorisont formentlig både øget grad af uddannelse og deraf produktivitet fra medarbejderne. På kort sigt kan man dog frygte, at der sker en forøgelse af omkostningerne for at imødekomme de nye krav, hvilket fører til enten et behov for at opjustere produktpriserne eller risiko for en lavere margin på produkterne.

Ud over problemstillingerne vedrørende medarbejdersituationen i Thailand, er meget store dele af verdenen blevet underlagt en relativt ny og anderledes lovgivning i forbindelse med Covid-19-pandemien. Når det beskrives i denne sammenhæng, så generaliseres der en smule på trods af, at der naturligvis er forskel på lovgivningen fra land til land. Der er dog en hel række fællestræk, når det kommer til nedlukningen af blandt andet detailforretninger, samt til restriktioner som for nogle landes vedkommende allerede nu påvirker og for andre lande må forventes at påvirke detailhandlen fremadrettet.

Der er flere lovgivningsmæssige elementer i Covid-19-pandemien, som har indflydelse på specielt Pandoras detailløb. Ud over nedlukningen, som kan have direkte økonomiske følger, så følger der med en genoplukning med stor sandsynlighed en række ekstra krav. Det være sig krav om rengøring, krav som vi i Danmark kender som en Covid-19-opsynsmand i detailforretninger og meget mere. Det kan for den enkelte butik virke som en mindre omkostning at anvende et givent antal timer på rengøring, men for Pandora som koncern, der er indehaver af mere end 2700 butikker, udgør summen af disse ekstra, pålagte omkostninger en potentielt stor risiko med skadelige økonomiske følger.

Covid-19 har stadig mange ubekendte faktorer i forbindelse med tidshorisont, udvikling, samt tilstanden efter pandemien, hvorfor dette punkt uundgåeligt vil veje en del. Der er ligeledes den

udfordring, at lovgivningen udspringer af individuelle ledere verden over og ikke fra en samlet agenda, som er påvirkelig.

3.2. Porters 5 Forces

3.2.1 Adgangsbarrierer

Smykkebranchen er en gammel og etableret branche og består i dag både af mange store aktører, men også af en næsten uendelig liste af små aktører. Pandora er naturligvis kendt som en af de store. Ikke blot i Danmark og Europa, men også i store dele af verdenen. I forhold til adgangsbarriererne til markedet ligger der en helt naturlig forskel i, hvor store barriererne er, hvis man er smykkemager, der starter sin egen butik, eller hvis man ønsker at bygge et globalt brand op.

I forhold til den tidligere beskrevne udvikling, hvor der på nuværende tidspunkt er mulighed for at sætte endnu mere fokus på nethandel, vil det skabe større og lettere muligheder for opstart af mindre smykkevirksomheder. Hvis trenden kan vendes, så det bliver normalen at foretage sine smykkeindkøb online, så vil etablerings- og driftsomkostningerne til opstart af egen smykkeforretning mindskes markant. Således ville man kunne etablere en smykkeforretning med en webshop og undgå omkostninger til indretning, husleje, ansatte mv. Hvis dette bliver en realitet, kan der ske en øget tilkomst af mindre smykkeproducenter. På den måde kan markedet måske ændres over en årrække, men det vil formentlig ikke påvirke Pandoras situation markant inden for den nærmeste årrække.

I forhold til kommende, større konkurrenter, der, på samme måde som Pandora, ønsker store og professionelle produktionsanlæg, globale distributionskanaler samt et globalt kendt brand, er adgangsbarriererne store. Der er store engangsinvesteringer forbundet med at etablere skalerbare produktionsenheder samtidig med, at det kræver et større hold af designere, tekniske tegnere og lignende årligt at producere et sortiment på størrelse med Pandoras. Skulle man lykkes med etableringen af produktionsfaciliteter, vil en anden barriere så være afsætning. Her vil en eventuel indtrænger på markedet på samme vilkår som de mindre aktører kunne nyde godt af, hvis detailledet i højere grad flyttes online, idet etableringsomkostningerne er markant mindre. Ser man på mulighederne for at etablere en fysisk detailforretning i samme skala som Pandoras, vil det i

bedste fald kræve år og meget store investeringer. Alene den opsøgende del for at finde en række samarbejdspartnere verden over vil være en meget stor opgave. Skulle der dertil også føres butikker i eget regi, synes det at være en opgave, som vil have en tidshorisont på mange år.

Det er således ikke sandsynligt, at der over natten dukker konkurrenter af Pandoras kaliber op, som man ikke har set før. Dog er det en normal risiko, som i de fleste brancher, at mindre aktører med vind i sejlene over en årrække, enten ved egen hjælp eller med investorer i ryggen, kan gå fra at være en mindre aktør til en mere seriøs spiller på markedet.

Samlet set vurderes risikoen for, at Pandora trues af nye indtrængere som lav for nuværende. Der er ingen grund til at antage, at der skulle være spillere på vej, der i samme grad som Pandora kan lukrere på nye, moderne produktionsfaciliteter samt de stordriftsfordele, der er forbundet med indkøb, produktion, distribution og tilsvarende.

3.2.2 Kundernes styrkeforhold

For Pandora kan vurderingen af kundernes styrkeforhold vurderes i to forskellige kategorier. Pandora har både et netværk af egne butikker såvel som Pandorabutikker, der fungerer som franchise. Alle disse sælger direkte til forbrugerne. Derudover sælges Pandoras produkter til en række butikker, som således agerer mellemlid mellem Pandora og slutforbrugeren. Der er således tale om, at Pandora agerer både på B2C- og B2B-markedet.

For at sammenligne bør det først slås fast, at Pandoras afsætning på B2B-markedet udgjorde 35% af deres samlede omsætning, imens deres afsætning igennem egne kanaler – både fysiske og online – udgjorde de resterende 65%. Således er det mest kritiske naturligvis afsætningen igennem egne kanaler, men omsætningen til B2B er ikke irrelevant, idet den udgør over 1/3 af den samlede omsætning.³³

³³ (Pandora, 2019) side 7.

I forhold til Pandoras private kunder, der køber igennem Pandoras egne kanaler, er der tale om et klassisk detailed. På samme måde som eksempelvis dagligvareforretninger udgøres salget som regel af mange køb på nogenlunde samme størrelse, og således er der ikke afhængighed af at en kunde aftager en fast mængde. Der er naturligvis gengangere i kunderne, men forventeligt også engangskøbere. Dette forhold er positivt for Pandora i forhold til styrkeforholdet til kunderne.

Med ovenstående in mente skal det dog inkluderes, at der findes mange substituerende produkter, således har kunderne nem adgang til at vælge et andet produkt, der kan opfylde samme behov. Som udgangspunkt vil der være en del kunder, som Pandoras smykker ikke er henvendt til, idet nogle kunder vil befinde sig i yderpunkterne af segmentet, hvor der enten ønskes det billigste eller alternativt et dyrere alternativ, der har højere status. Ser man bort fra disse to grupper, er Pandoras segment formentlig at kategorisere som prisbevidste, hvorfor en ændring i en sådan faktor formentlig vil have en direkte effekt på afsætningen. Desuden er smykker ikke noget, der binder kunden i stor grad. Således kan du som kunde naturligvis være i besiddelse af et charmsarmbånd, hvorpå Pandoras charms passer, men da der findes andre alternativer og da kunden samtidig ikke er bundet af for eksempel også at købe en Pandora fingerring, er der ikke store barrierer for kunderne i forhold til at skifte og købe fra en konkurrerende producent.

Samlet set synes det rimeligt at konkludere, at detailkunderne har en rimelig høj grad af styrke i forhold til Pandora som produkt og brand. Primært det faktum, at der ikke skabes nogen former relation, der giver loyalitet gør, at Pandoras rammer til ændringer ikke kan anses som ubegrænsede.

I forhold til B2B-kunderne er situationen for nuværende dog en lidt anden. Pandora har som brand en meget høj kendskabsgrad, idet det er globalt, hvilket med rimelighed kan retfærdiggøre en antagelse om, at det har en høj værdi for en smykkeforretning at være Pandoraforhandler. Således kan Pandoraprodukter antageligt forventes at lokke kunder ind i fysiske butikker og derved have merværdi for forhandleren, end den egentlige afsætning der generes på produktet, ligesom der ved forhandling af mærkevarer er en tendens til øget tillid til forretningen. Det må således med rimelighed antages, at de butikker, der forhandler Pandora, har en relativ høj grad af afhængighed af Pandora som brand. Derfor synes Pandora som udgangspunkt at være i en favorabel

forhandlingsposition i forhold til deres B2B-samarbejdspartnere. At bibeholde denne position kommer naturligvis med den omkostning, at Pandora uofficielt er forpligtet til at opretholde sit renommé og sikre fortsat markedsføring, der også fremadrettet stiller forhandlerne i en gunstig position. Uden en fortsat efterspørgsel og interesse vil værdien for forhandleren falde og som direkte følge heraf, vil den gunstige forhandlingsposition for Pandora forringes.

3.2.3 Substitution

I forhold til produkter der kan erstatte et købt smykke fra Pandora, giver det mening at opdele disse i to kategorier. Der er direkte substitutter i form af andre smykker, men også anden form for mode og luksusvarer som sko, tasker, briller og lignende vil formentlig i nogen grad kunne dække samme behov hos forbrugeren.

For både smykker og de førnævnte alternativer gælder det i høj grad, at lysten og fokus på de enkelte produkter er underlagt en høj grad af indflydelse fra moden og de personer, der influerer denne. Således kan der i perioder være fokus på at være bærer af den rette taske, mens det i andre perioder kan være fokuset på dit armbånd, der er dominerende. Det er dermed helt naturligt i Pandoras interesse at skabe så høj en grad af fokus på smykker som overhovedet muligt.

Ud over de mere oplagte alternativer til smykker, er der med tidens trend også kommet andre spillere på markedet, som i nogen grad og for dele af Pandoras målgruppe, kan gøre det ud for køb af smykker. I denne kategori er elektronik som smartphones, moderigtige høretelefoner, smartwatches og tilsvarende. Når det vurderes at disse kan udgøre en substitut til eksempelvis smykker, bør der først gennemgås nogle karakteristika omkring smykker og mode-accessories.

Smykker opfylder ikke noget behov, som er fundamentalt for liv. Hermed underforstås, at et menneskes fysiske beståen kan opretholdes uden køb eller anvendelse af smykker. Kigger man på Maslows behovspyramide, vil man kunne henføre smykker til flere kategorier efter hvilken type smykker der er tale om, men navnlig vil de for mange primært være en del af det Maslow beskriver som "*ego behovet*". Sekundært vil der for en andel af forbrugerne være tale om "*social behov*".

Grundlaget for ovenstående vurdering er, at smykkernes opgave som udsmykning og en slags forbedring af menneskets fremtræden, primært bidrager til, at der kan søges anerkendelse og dermed opnås en følelse af succes. I forhold til den gruppe, hvor der kan være tale om opfyldelse af sociale behov, så kan der være en mindre del af målgruppen, der som et led i deres sociale forhold, køber produkterne for at passe ind i en bestemt gruppe. Man kan således diskutere den hårfine balance, der er imellem at modtage anerkendelse eller alternativt at passe ind i en gruppe.

I forhold til ovenstående, så er den vigtigste pointe for så vidt angår Pandora at slå fast, at der er tale om et produkt, som tilhører kategorien luksusvarer eller såkaldte *"nice-to-have"*. Kombineret med det faktum, at der på trods af at være *"affordable luxury"*, som Pandora beskriver det, stadig er tale om produkter af en vis pris, må risikoen for substitution vurderes som værende til stede. Man kunne forestille sig, at der i tider med nedadgående samfundskonjunkturer kunne være en del af målgruppen, der udskød indkøb af smykker og man kan ligeledes nemt forestille sig, at lysten til at købe noget endnu billigere eller måske endda kopier kunne være fristende.

Overordnet set synes det rimeligt at konkludere, at der er en høj grad af risiko for substitution forbundet med Pandoras produkter. Ikke alene er der mange andre udbydere af smykker, der er også mange alternative produkter, der kan opfylde de samme behov. Endvidere vurderes det i samme ombæring, at der er en høj grad af pris- og konjunkturfølsomhed.

3.2.4 Leverandørers styrkeforhold

Ser man Pandora som en helhed, hvor alle de processer, der bidrager til at levere produktet, anskues som leverandører, er det i denne rapport vurderet, at de vigtigste tre elementer er råvarer leverandører, medarbejdere og slutteligt de eksterne leverandører, der, som tidligere nævnt, leverer en andel af de producerede smykker.

Den mest afgørende faktor i forhold til Pandoras indkøb afgøres af tidligere nævnte guld- og sølvpriser. Disse priser fastsættes af markedet, og er således ikke genstand for forhandling mellem Pandora og deres råvareleverandører. På denne måde har leverandørerne ikke nogen særlig styrke, ligesom Pandora ikke står stærkt som følge af en ikke eksisterende forhandlingssituation.

For så vidt angår markederne for guld og sølv er der ofte set en omvendt korrelation mellem kriser, lavkonjunkturer og priserne på ædelmetaller³⁴. Dette skyldes, at det anses som en mere sikker havn at investere i noget, hvor det underliggende aktiv har fysisk form og er udtømmeligt, deraf øges udbuddet ikke pludseligt og voldsomt. Således baseres tanken på, at der alt andet lige altid vil være en form for værdi i guld og sølv. Udfordringen for Pandora kan være, at der i tider med økonomisk nedgang på samme tid opleves en forhøjelse af indkøbspriserne på deres råvarer. Kombinationen af at indkøbspriserne stiger samtidig med, at folks forbrug falder, er yderst kritisk.

En anden af de ressourcer Pandora kunne opleve udfordringer med er personale og dertilhørende omkostninger, specielt i forbindelse med deres produktion i Thailand. Det faktum at hele deres produktion er samlet i det samme land giver, ud over den række fordele det kan have, også en række potentielle risikofaktorer på længere sigt. Produktionen af smykker er et relativt manuelt arbejde. Det vil sige, at det er ressourcekrævende. På nuværende tidspunkt er det velkendt, at ressourcer i Asien, herunder Thailand, er langt billigere end i de er i eksempelvis Norden. På længere sigt kan man dog frygte, at den generelle fremgang, der opleves i asiatisk økonomi, vil løfte lønkravet fra de ansatte og således fordyre produktionen.

I 2020 oplevede Pandora et af de første træk i forhold til arbejdsvilkår i Thailand, hvilket endte i en retssag. 13 ansatte på Pandoras fabrik havde valgt at ville organisere sig i en slags fagforening for Pandora-ansatte. Drivkraften bag denne organisering havde, i samarbejde med de 12 andre ansatte, kontaktet ansatte på Pandora-fabrikken på sociale medier og på den måde rekrutteret opbakning til etableringen. Meget kort tid efter blev grundstenen i fagforeningen fyret fra Pandora, og kort tid efter fulgte fyringer af endnu flere af de nyerehvervede medlemmer. På trods af at Pandora fastholdt, at fyringerne var sket på baggrund af arbejdsperformance, vurderede myndigheder og domstolene i Thailand, at fyringerne var i strid med loven.³⁵ På trods af at denne sag nu ligger et år tilbage, så er følgevirkningerne mere interessante end selve sagen.

³⁴ <https://www.berlingske.dk/oekonomi/endnu-et-paniktegn-i-finansmarkedet-guldprisen-dykker-under-coronakrisen>

³⁵ <https://danwatch.dk/dansk-smykkegigant-fyrede-ansatte-da-de-stiftede-fagforening/>

Som beskrevet ovenfor lykkedes det, på trods af fyringerne, at oprette en slags fagforening for de ansatte på fabrikken i Thailand. Det har haft den følgevirkning, at flere ansatte føler sig bange for at kommunikere til ledelsen omkring de arbejdsforhold, de er utilfredse med.

Udfordringen i ovenstående kan for Pandora være tostrengt. Hvis fagforeningen på sigt får mere magt, som Pandora bliver nødsaget til at efterkomme, kan der på den ene side opstå udfordringer med forhøjede omkostninger. Idet en retssag som denne kan medføre et forringet ry for fabrikken som arbejdsplads, kan det på den anden side allerede nu have en langtidseffekt, hvis de mest kvalificerede medarbejdere fravælger Pandora som arbejdsplads til fordel for alternative arbejdspladser. Begge dele vil, hvis udviklingen tager form, med meget stor sandsynlighed betyde en forøgelse af omkostningerne på længere sigt. Det er derfor et meget essentielt parameter at få styr på, specielt som følge af det faktum at praktisk talt hele produktionen er samlet her.

Slutteligt har Pandora nogle få underleverandører, som varetager en mindre mængde af den samlede produktion. Disse producenter har naturligvis en forhandlingsposition, men fordi smykkeproduktion er så veletableret og udbredt, så vil de ikke stå stærkt overfor Pandora i en eventuel forhandling. Pandora har – ud over et etableret og anerkendt navn som kan styrke tilliden – klart den styrke i forhandlingerne, at de kan placere produktionen af en relativt stor volumen hos en eventuelt anden producent, hvorfor de formentlig ville have nemt ved at finde alternativer. Omvendt kan de smykkeproducenter, der på nuværende tidspunkt producerer for Pandora, formentlig få svært ved at finde andre store kunder, hvor de til én kunde kan have en stor samlet afsætning. På den baggrund vurderes truslen fra de eksterne producenter som lille.

3.2.5 Konkurrencesituationen

Den samlede konkurrencesituation udgøres af de fire foregående områder, adgangsbarrierer, kundernes styrkeforhold, substitution og leverandørernes styrkeforhold.

Det er på baggrund af ovenstående gennemgang fremkommet at på trods af relativt små adgangsbarrierer for de mindre smykkeproducenter, så er der meget stor forskel på at være en mindre smykkeproducent og en spiller som Pandora. Det er således usandsynligt, at der over natten

dukker brands op, der kan konkurrere på lige fod med Pandora for nuværende, idet opskalering af både produktionsfaciliteter og distributionskanaler er en meget omkostningstung affære. Som beskrevet andetsteds i denne rapport, er der tendenser, der rykker mod nethandel, hvilket over den kommende årrække kan ændre på dette forhold og gøre adgangsbarrieren markant mindre for kommende konkurrenter.

I forhold til kundernes styrkeforhold har Pandoras slutkunder en relativt stor styrke, fordi der ikke opstår nogen binding eller særlig loyalitet til mærket specifikt. Den højeste grad af binding er, at der er købt et armbånd og hertil passer Pandoras charms naturligvis. På trods af dette er det mest positive punkt for Pandora, at der er tale om en stor masse af mindre køb, hvilket således gør Pandora uafhængig af enkeltkunders beslutninger. I forhold til de samarbejdspartnere Pandora har, som forhandler deres produkter, er der en højere grad af styrke for Pandoras vedkommende. Det vurderes her, at der er tale om en meget høj grad af gensidig afhængighed. For Pandora er der naturligvis en stor økonomisk og brandmæssig værdi, idet disse forhandlere som nævnt bidrager med en stor del af den samlede omsætning. For forhandlerne er det et meget kendt produkt, som kan være en meget positiv blåstempling af de enkelte forretninger, og således vurderes det, at afhængigheden er størst fra forhandlernes side, hvilket giver Pandora en fordel i det interne styrkeforhold imellem disse.

Risikoen for substitution blev i gennemgangen vurderet som værende høj, specielt fordi der findes en lang række af produkter foruden smykker, som i nogen eller høj grad kan opfylde de samme behov. Således er sko, tøj, tasker og lignende store konkurrenter. Når der som nævnt tidligere ikke er nogen grad af binding eller afhængighed, der skaber brandloyalitet, så er det hele bundet op på kundernes enkeltpræferencer. Desuden blev det vurderet, at indtoget af smartphones, smartwatches og accessories også kommer til at udgøre en større grad af risiko for substitution, idet der i høj grad er en sammenlignelig behovsopfyldelse ved disse produkter.

Slutteligt blev leverandørernes styrkeforhold gennemgået. Disse blev vurderet som værende råvareleverandører, medarbejder og eksterne producenter af smykker. Der var ikke nogen stor grad af styrke fra leverandørernes side, idet råvarepriserne er fastsat på markedsbasis og således ikke

genstand for forhandling. Som nævnt andetsteds i denne rapport, er der udfordringer med personalet på Pandoras produktionsanlæg i Thailand. Disse udfordringer, kombineret med at hele produktionen – med de fordele det giver – er samlet i ét land, giver medarbejderne en højere grad af styrkeforhold over for Pandora end, hvis produktionsfaciliteterne havde bestået af mange små enheder. Således er Pandora meget afhængig af sine producerende medarbejdere. Omvendt må der også forventes nogen grad af gensidig afhængighed fra disse medarbejdere. De eksterne producenter, som producerer smykker for Pandora, anses ikke for at være nogen nævneværdig trussel, idet deres samlede produktion udgør en meget lille andel af Pandoras samlede produktion. Da der ikke er tale om nogen nichebranche, vil det således formentlig være meget nemt at finde alternative producenter.

Samlet set vurderes det, at konkurrencesituationen i branchen er hård. Dette betyder samlet set, at der for den økonomiske del af denne rapport, under udarbejdelsen af budgettet, ikke kan forventes en pludselig og overnaturlig positiv udvikling i eksempelvis omsætningsvækst eller overskudsgrad, da der er mange andre om buddet og kunderne har alternative muligheder. Således kan der ikke indregnes en overnaturlig vækst senere i rapporten og samlet set kommer dette til at påvirke den endelige og senere værdisætning af Pandora i negativ retning.

3.3 Intern analyse

I gennem intern analyse søges det at gennemgå ressourcer og kompetencer med henblik på at identificere og komparativt vurdere nøglefaktorer eller valuedrivers.³⁶ Derudover analyseres den vækststrategi som Pandora benytter sig af med henblik på at vurdere hvilken strategi, virksomheden bruger. Denne delkonklusion tjener endeligt det formål at kunne bidrage til en højere grad af relevansvurdering. Der kan således være fremkommet pointer, som kan være udenfor fokusområdet, idet den overliggende strategi er en anden.

Den interne analyse deles op i en analyse af virksomhedens konkurrencestrategi og en markedsanalyse indeholdende en produktsammensætningsanalyse.

³⁶ (Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, 2003) side 25

3.3.1 Vækststrategi

Som en del af den interne analyse vil det her blive gennemgået, hvilke vækststrategier Pandora fokuserer på. Hovedformålet er at identificere, hvilke metoder virksomheden anvender for at bibeholde konstant forbedring af deres økonomiske formåen. Denne gennemgang skal senere tjene som supplement for markedsanalysen.

Analysen tager udgangspunkt i Ansoffs vækstmatrice, som groft sagt opdeler mulighederne for at konkurrere i fire. Som virksomhed kan du fokusere på en af følgende fire konkurrencestrategier:

1. Markedspenetrering: Nuværende produkter, på nuværende markeder
2. Produktudvikling: Nye produkter, på nuværende markeder
3. Markedsudvikling: Nuværende produkter, på nye markeder
4. Diversifikation: Nye produkter, på nye markeder

Hos Pandora har man i de seneste år foretaget en række ændringer i ledelsen og med disse ændringer følger også indikationer af, hvilken udviklingsretning selskabets bestyrelse ønsker på længere sigt.

Ny direktør

I februar 2019 ansatte selskabet en ny direktør ved navn Alexander Lacik. Det fremgik af diverse interviews og pressemeddelelser, at Alexander er meget talentfuld inden for markedsføring. Således udtalte Pandoras bestyrelsesformand i forbindelse med ansættelsen, at *"Alexander excellerer i markedsføring og branding og har gennem sin karriere vist, at han er en fremragende og meget effektiv leder. Han har de helt rigtige evner og erfaring til at forny Pandoras brand"*³⁷. Det vigtige i ovenstående sætning består i, at Pandoras bestyrelsesformand altså gennem markedsføring og branding ønsker at forny Pandoras brand. Der er altså ikke i forbindelse med nyansættelsen nogen for offentligheden kendte planer om at ændre radikalt på indholdet af selskabets produktportefølje eller lignende, men i højere grad en plan om at redefinere Pandoras brand.

³⁷ [Pandora udpeger ny topchef - FINANS](#)

Nyt brand, nye produkter og influencers

I slutningen af 2019 lancerede Pandora en større ændring på flere fronter med Alexander Lacik i fronten. Det betød, at Pandora gennemgik alt det, der kan betegnes som en del af den visuelle identitet. Således ændrede og fornyede Pandora sit logo, deres butikker og også deres visuelle identitet indgik i de nye strategiske samarbejder.

Det nye koncept, som blev rullet ud, hedder Expression, og indeholder – ud over ændringer af logo og de fysiske butikker – også en fornyelse af deres online shops. I forbindelse med ændringerne blev det offentligt, at Pandora havde valgt at indgå samarbejde med en række nye influencers. Disse seks influencers henvender sig primært til Pandoras såkaldte kernemålgrupper.

Endnu en nævneværdig ting i forbindelse med relanceringen var introduktionen af en ny produktserie, der hedder "*Pandora Me*". Til denne serie blev *Stranger Things* skuespiller, Millie Bobby Brown, en frontfigur, og denne serie er primært rettet mod yngre forbrugere.³⁸

Ad ovenstående fremgår en række interessante ting i forhold til Pandoras vækstplaner. Det er således ganske rimeligt at antage, at selskabets hovedfokus er på deres eksisterende markeder med eksisterende produkter. Dette antages på baggrund af at størstedelen af fokus har været på at relancere brandet uden nyt fysisk indhold.

Pandora tilføjer dog det twist, at de lancere en ny produktserie, hvormed de med en mindre indsats bevæger sig ind på nye produkter, men på eksisterende markeder. Der er med ovenstående ikke noget der indikerer, at Pandora har fokus på nye markeder for nuværende.

Nye markeder

I forbindelse med offentliggørelsen af regnskabet for 2018 som, jf. indeværende rapports senere rentabilitetsanalyse, var relativt skuffende, blev de første planer om en fremtidig strategi også offentliggjort. Således udtalte daværende midlertidige direktør Anders Boyer, at det var planen, at minimere både antallet af grossister, der blev opkøbt samt antallet af nye butiksåbninger. Som

³⁸ [Kæmpe marketingsatsning: Pandora med nyt logo, nyt butikslook og nye partnerskaber \(fashionforum.dk\)](https://fashionforum.dk/kampe-marketingsatsning-pandora-med-nyt-logo-nyt-butikslook-og-nye-partnerskaber)

skitseret ovenfor under overskriften ”Nyt brand, nye produkter og influencers” er der intet der indikerer, at der skulle være fokus på nye markeder hos Pandora. Således udelukkes det, at fokus hos Pandora er markedsudvikling og diversifikation. Anvendes en omvendt analogi er der på ovenstående baggrund i stedet meget der indikerer, at den primære vækststrategi er markedspenetrering kombineret med en smule markedsudvikling. Det vurderes således for den videre analyse, at de nuværende og eksisterende markeder vil være de markeder, der primært opereres på i nærmeste fremtid.

3.3.2 Konkurrencestrategi

Som et supplement til en kommende produktanalyse med formålet at vurdere potentialet i den eksisterende produktportefølje indledes med en vurdering af Pandoras konkurrencestrategi ud fra Porters generiske strategier, der ses i Figur 3. Formålet med at fastlægge, hvilken strategi Pandora benytter, er en øget forståelsesgrad for, hvilke ting der er essentielle for deres afsætning og dermed deres værdikæde. Det er valgt at fokusere på charms til armbånd, da de, som flere gange tidligere beskrevet, udgør langt den største del af Pandoras omsætning.

		Konkurrencefordel	
		Lave Omkostninger	Unikt Produkt
Markeder	Stor del af Totalmarkedet	Omkostningsleder	Differentiering
	Lille del af Totalmarkedet	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Figur 3

Kilde: Marketingsteorier.dk

Porters generiske strategier kan inddeles i fire:

1. Stor markedsandel og lav omkostningsprofil – Omkostningsleder
2. Stor markedsandel og unikt produkt – Differentiering
3. Lille markedsandel og lav omkostningsprofil – Omkostningsfokus
4. Lille markedsandel og unikt produkt – Fokuseret differentiering

Når det kommer til smykker generelt, så gælder det for en stor andel af disse, at de er unikke på nogle punkter. Der findes naturligvis en række klassiske smykker, såsom ankerkæder og lignende, som kan findes hos en række forskellige producenter med et stort set identisk udseende. Dette skyldes, at kæderne ofte bruges til at hænge et andet unikt smykke i. I denne analyse fokuseres der

i mindre høj grad på de mere generiske produkter. I stedet fokuseres på de produkter som er unikke for de enkelte smykkeproducenter.

På baggrund af ovenstående præmis står det klart, at de omtalte smykker anset på denne måde alle er unikke. Der kan ganske vist være tale om et charm produceret af Pandora og designet af Pandora, men hvis selve designet er universalt, vil det i denne sammenhæng vurderes mindre unikt. Dette skyldes, at der findes mange alternativer, som også ligner et hjerte. Der vil i det følgende blive søgt et svar på, hvor mange unikke charms Pandora har i deres sortiment, som er produceret med baggrund i samarbejdsaftaler og lignende, hvorfor de ikke kan kopieres af andre producenter.

Ud fra Pandoras hjemmeside fremgår det, at deres charms-sortiment på nuværende tidspunkt er på 736 stk. Ved at gennemgå koncepterne enkeltvis fremgår det, at der er mange universelle koncepter, såsom hjerter, engle eller tilsvarende, men også charms relateret til steder, såsom Paris, Berlin og mange flere. Disse mange kategorier, som portrætterer alment kendte ting, hobbyer, steder og lignende, udgør langt den største del af de 736 forskellige charms. En mindre andel af i alt 100 charms er imidlertid relateret til andre ting som forventeligt er underlagt ophavsrettigheder. Det involverer blandt andre et samarbejde med Disney³⁹. Disse charms gør, at Pandora kan tilbyde deres kunder noget unikt. Der er således ikke nogen umiddelbar grund til at antage, at Disney skulle indgå et tilsvarende samarbejde med enhver smykkeproducent og på den måde udvande markedet for en stor og seriøs partner som Pandora. Som det fremgår af tabel 1, udgør disse charms i alt 13,6% af Pandoras samlede sortiment af charms.”.

Pandora Charms	
Totale antal	736
Unikke	100
Andel i procent	13,59%

Tabel 1

Kilde: Egen tilvirkning

³⁹ <https://branchebladettoj.dk/brands/pandora-samarbejde-med-disney/>

Som beskrevet indledningsvist, så baserer Pandoras brand sig i høj grad på et prisfokus-koncept. Allerede deres slogan, *"affordable luxury"*, afslører, at dette er smykker, hvor der er tænkt over prisen. Der er således rimelighed i en analogisk antagelse om, at når brandet fokuserer på prisen, så er der ligeledes nødt til at være intern fokus på omkostningerne. Dette vil være den eneste metode til at sikre en stabil margin og derved mulighed for at kunne opretholde overskud på længere sigt.

Ud af de i alt 736 charms udgøres 560 af disse charms-produkter i sølv. Ved at gennemgå de dyreste sølvsmykker, der på nuværende tidspunkt kan købes hos Pandora, fremkommer en interessant kvantitativ observation vedrørende salgspriserne. Således fremgår det, at der blandt de dyreste 25 charms er en markant overrepræsentation af charms, der i foregående opstilling repræsenteret i tabel 1, blev betegnet som unikke. Af tabel 2 fremgår det således, at den faktiske andel af alle unikke sølvcharms er 16,8%, mens der af de dyreste 25 charms var hele 38,9% unikke charms.

25 dyreste charms	
Koncept:	7
Normal:	18
Andel af dyreste:	38,9%
Forventet andel:	16,8%
Antal unikke i sølv	94
antal i sølv	560
Forventet andel	16,8%

Det kunne tyde på en tendens, hvor de unikke charms i markant højere grad tillader at have en mindre grad af fokus på omkostninger. En anden relevant faktor, som desværre er ukendt, er naturligvis, hvorvidt der i partnerskabet med eksempelvis Disney, foreligger en provisionsaftale, som således gør de unikke charms dyrere for at bibeholde en margin tilsvarende andre charms.

Tabel 2

Kilde: Egen tilvirkning

Data: Pandora.dk

Ovenstående giver en begrundet anledning til at antage, at selskabet har forskellige tilgange til dele af det samme produktsortiment. På denne måde opnår man et produktsortiment, der har mange ligheder, men stadig forskellige styrker og svagheder. Idet Pandora har den størrelse virksomheden har, og samtidig har en relativt stor markedsandel af det samlede smykkemarked, vurderes det her, at deres ikke unikke charms er præget af en strategi som omkostningsleder, mens de mere unikke charms, der bygger på strategiske samarbejder med andre brands, vurderes til at hælde imod

differentiering. Således er der i højere grad fokus på at holde omkostninger – og deraf følgende salgspriser – nede på den store masse af charms, imens der på den mindre del af deres charms er plads til at hæve omkostningerne og lave nogle unikke produkter.

3.4 Markedsanalyse

I foregående analyse af vækststrategier blev det fastslået, at Pandoras primære fokus er på de eksisterende markeder. Den herpå følgende gennemgang af disse markeder søger derfor at afdække, hvilke markeder der er af størst betydning for Pandora samt, hvilken udviklingstendens disse markeder har. Det er gældende for samtlige af disse markeder, at forudsigeligheden i forbindelse med Covid-19-pandemien er yderst svær at gennemskue. Det forventes, at der er en nogenlunde ensartet påvirkning af de forskellige markeder, hvorfor markedsanalyser, der ligger før Covid-19 også inddrages i billedet og undlades korrigeret enkeltvis.

Det fremgår af Pandoras årsrapport for 2020, at omsætningsfordelingen er således for de 3 største markeder:⁴⁰

1. Andre markeder udgør 4.943 mio. DKK, svarende til 26% af den samlede omsætning.
2. US udgør 4.505 mio. DKK, svarende til 23,7% af den samlede omsætning.
3. UK udgør 2.906 mio. DKK, svarende til 15,3% af den samlede omsætning.

Ovenstående betyder, at der, ifølge Pandoras egen markedsgruppering, er 3 ud af 9 grupper, som samlet set udgør 65% af den samlede omsætning. I forhold til den videre analyse vil klassifikationen andre markeder blive henført til generelle markedstendenser, imens det er muligt at illustrere udvikling for både US og UK med nationale analyser.

Omsætningsfordelingen for markederne ses i Tabel 2.

GEOGRAPHIC INFORMATION, REVENUE DKK million		
	2020	2019
UK	2,960	2,86
Italy	2,021	2,27
France	1,154	1,16
Germany	1,014	96
Denmark	30	5
US	4,505	4,67
Australia	1,120	1,11
China	1,261	1,97
Other	4,943	6,78
Total revenue	19,009	21,86

Tabel 2

Kilde: Pandoras Årsrapport 2020, side 57

⁴⁰ (Pandora A/S Årsrapport, 2020)

3.4.1 Udviklingstendenser

Ifølge McKinsey-rapporten "A multifaceted Future: The jewelry industry in 2020" sker der en generel stigning i markedsandelen for *branded jewelry*. Således har denne gruppe fra 2003 til 2011 udgjort imellem 10 og 20% af det samlede marked, mens den blev vurderet til, at udgøre 30-40% af 2020. Det betyder overordnet set, at brands, som har en stærkt brandprofil, vinder terræn generelt set. Forklaringen er ifølge McKinsey-rapporten, at der i højere grad end tidligere kommer nye penge til smykkemarkedet. Tidligere var markedet præget af gamle penge, som i højere grad var tiltrukket af de mere klassiske og mindre brandprangende smykker.⁴¹

Ovenstående er således positivt for Pandora. Det bør alt andet lige øge chancen for at kunne ramme en vækstbølge den næstkommende årrække. Det er i høj grad positivt at den overordnede makrotendens flytter sig favorabelt for Pandora, der så blot skal evne at bibeholde deres forholdsmæssige markedsandel af brandede smykker.

Ud over udviklingstendensen indenfor brandede smykker, sker der en global udvikling imod online handel indenfor smykkebranchen. Som det er på nuværende tidspunkt, er der markante forskelle fra land til land, brand til brand, men overordnet vurderer McKinsey, at kun 4-5% af smykkesalget foregår online. Det er vurderingen, at det for de finere og dyrere smykker vil toppe for nuværende, når onlinesalget når ca. 10%. Når det kommer til modesmykkerne, som i højere grad vedrører Pandora, er det vurderingen, at onlinesalg vil udvikle sig i højere grad og tage en større andel af markedet.⁴²

En anden generel tendens er analyser der peger på, at et modeskifte vil betyde, at armbånd med stor sandsynlighed vil blive det mest sælgende produkt indenfor smykkebranchen i den nærmeste fremtid. Hvis denne spådom holder, vil Pandora have endnu et potentielt stærkt afsæt, idet 71% af Pandoras omsætning udgøres af armbånd og charms til disse.⁴³ Der er således et meget stort vækstpotentiale, hvis den generelle markedstendens understøtter en bevægelse, hvor armbånd indtager en større og større del af markedet over den kommende årrække. Således er der mulighed

⁴¹ [A multifaceted future: The jewelry industry in 2020 | McKinsey](#)

⁴² [A multifaceted future: The jewelry industry in 2020 | McKinsey](#)

⁴³ Årsrapport 2020

for at opnå en over gennemsnitlig vækstperiode, sammenlignet med branchen generelt, alene på baggrund af den eksisterende sortimentssammensætning.

Den resterende del af denne markedsvurdering vil tage udgangspunkt i at beskrive markederne ud fra de grupperinger, Pandora bruger til klassifikation i deres årsrapport. Der er betydelige usikkerheder forbundet med en fremskrivende vurdering så længe inddelingen på andre markeder er så løst defineret som i Pandoras årsrapport, men ved en sammenholdelse med det generelle marked vurderes det som værende en acceptabel rettesnor.

3.4.2 Andre markeder

Fra 2014 til 2019 har den generelle udviklingstendens globalt set været en årlig vækst i smykkebranchen på 2,4% årligt. Dette er en del mindre end den forventede markedsvækst på 3,7% per år, som forventes i perioden 2020 til 2027. Vurderingen af den højere markedsvækst bunder i en tro på øget købekraft, som direkte følge af øget realindkomst, der giver anledning til et højere forbrug af luksusvarer. Antagelsen om den øgede indkomst bør dog ansues med forbehold for den udfordring, at der på makroøkonomisk niveau har været en relativt stor påvirkning af Covid-19-pandemien, hvorfor det vurderes, at denne høje vækst kan være til den optimistiske side.

Det vurderes umiddelbart ved fastsættelsen af forventninger til Pandoras fremadrettede præstationer, at der kan være en marginalt mindre vækst, end der før pandemien har været forudsagt. Den marginalt lavere antagelse skyldes det forventelige fald i disponibel indkomst, der er medført af, at flere landet har haft en stigende arbejdsløshed og øget offentlig gæld. Således vil det fremadrette blive antaget, at det generelle marked vil have en forventet vækst på mellem 3 og 3,4% årligt.

3.4.3 US-markedet

Der er generelt en marginalt lavere forventning til markedet i US og dets udvikling over den kommende årrække. Det vurderes således, at væksten på det amerikanske smykkemarked generelt vil være 1,57% i årrækken 2021 til 2025.⁴⁴

Det amerikanske marked vil dog med meget stor sandsynlighed følge de generelle tendenser, når det kommer til ændringer i hvilke produkter, der står for den største markedsandel, herunder også den øgede markedsandel for armbånd. Desuden er der, som beskrevet forudgående, en tendens til, at brandede smykker opnår en større og større markedsandel. Hvis man tillægger optimisme til det amerikanske marked på baggrund af ovenstående to faktorer, kan man opjustere markedsvæksten en smule. Dog skal der på samme måde som det generelle marked, indregnes en del usikkerhed som følge af en Covid-19-pandemi, hvor specielt US har været relativt hårdt ramt siden starten af pandemien.⁴⁵

Det vurderes umiddelbart her, at der er en stor sandsynlighed for, at Pandora kan lukrere på en marginalt større vækst end det generelle marked i US. Således forventes det, at Pandora på det amerikanske marked vil være i stand til at opretholde en markedsvækst på 1,8%. Den lette opjustering i forhold til de 1,57% er vurderet på baggrund af, at der er en større grad af efterspørgsel efter mærkesmykker samtidig med, at salget af armbånd, som udgør 71% af Pandoras omsætning, vurderes at stige som følge af et skift i moden.

3.4.4 UK-markedet

Markedet i UK, som er Pandoras tredjestørste klassificerede marked, er vurderet til at have en årlig markedsvækst på 2,7%⁴⁶. Således er forventningerne til dette marked en smule mindre end den generelle forventning til markedet, alt imens den er en smule højere end forventningerne til det amerikanske marked. Der er for nuværende ingen anledning til ikke at antage, at de generelle markedstendenser ikke også rammer UK. Således forventes der altså en tilstrømning til køb af

⁴⁴ <https://www.statista.com/outlook/cmo/accessories/watches-jewelry/jewelry/united-states>

⁴⁵ <https://www.danskindustri.dk/di-business/arkiv/nyheder/2020/4/kongetallet-er-ramt-af-corona/>

⁴⁶ <https://www.professionaljeweller.com/10-things-the-jewellery-industry-learned-in-2019/>

armbånd samt mærkesmykker. På den anden side er UK ramt af de samme pandemifølger som beskrevet i de forgange markeder. Det forventes dog, som følge af den store vaccinationsgrad i UK⁴⁷, at efterdønningerne af pandemien vil være markant mindre, end det vil være tilfældet i andre dele af verdenen. Således synes der at være en sandsynlighed for, at væksten kan antage en højere sats for Pandora på UK markedet. Slutteligt er der dog det faktum, at ingen stadig helt ved hvilke toldbarrierer og økonomiske udfordringer, der kan ramme UK i den nærmeste fremtid, som resultat af deres udtræden af EU. Der er naturligvis en foreløbig aftale på plads, men de reelle virkninger er ikke endeligt kortlagt endnu, hvorfor den anslåede vækst på 2,7% per år fastholdes for nuværende.

Således vil den senere budgettering blive foretaget ud fra følgende antagelser omkring markedsvækst:

Marked	Årlig vækst i %
Pandoras generelle markeder med undtagelse af US og UK	3,2%
US	1,8%
UK	2,7%

Ovenstående prognoser vil danne grundlaget for omsætningsbudgetteringen anvendt til DCF-værdiansættelsen senere i rapporten.

3.5 Produktanalyse

Som det er blevet beskrevet tidligere i denne rapport, er der en forventning om et større opsving inden for armbånd, hvilket giver store vækstmuligheder for Pandora, idet salget af armbånd udgør 71% af den samlede omsætning. Pandoras sortiment rækker dog bredere, og inkluderer således både ringe, halskæder og øreringe ud over de mest velkendte armbånd og tilhørende charms.

⁴⁷ <https://www.bbc.com/news/health-55274833>

Det er vurderet i denne rapport, at smykke- livscyklus ikke kan retfærdiggøre en analyse af produktlivscyklussen. Dette skyldes, at det vurderes, at det er en meget høj grad af modepåvirkning, der afgør dette. Således vurderes det, at der kan være smykker som passerer modningsfasen, men efterfølgende rammer vækst igen, hvorfor de på denne måde ikke vurderes at være et godt fit til den klassiske produktlivscyklusanalyse.

4. Rentabilitetsanalyse

Regnskabsanalysen i nærværende rapport tjener som værktøj til at overskueliggøre en række udviklingstendenser i de økonomiske nøgletal. Den skal give et kvalitativt bud på, hvad de strategiske elementer i foregående del af analysen munder ud i. På samme tid fungerer den som et supplement, der med sin egen værdi kan give et billede af, hvordan situationen for et givet år har været, uagtet hvor strategiske ønsker eller usikkerheder er på vej hen.

Der søges gennem denne analyse at fastlægge niveauer for en række tal, så disse senere kan tjene som indikatorer i budgetteringen med henblik på værdiansættelse. Det vil således være muligt at fastslå, hvorvidt Pandora hidtil har været i stand til at opretholde en omsætningsvækst over eller under markedet og de forventninger der tidligere blev beskrevet. Desuden vil det være muligt at få et overblik over udviklingen i vigtige nøgletal, som eksempelvis overskudsgraden.

Det er vigtigt at holde sig for øje at følgende regnskabsanalyse er lavet ud fra regnskabsmæssige poster, som er genstand for lovgivning samt valg af metode. Der kan således opstå situationer, hvor andre metodiske valg kunne have medført et andet regnskabsmæssigt resultat. På denne baggrund findes der en del kritikere, som har en høj grad af tillid til vurderingen af de frie pengestrømme, der som beskrevet i dele af litteraturen om emnet, gør det sværere at manipulere sig til resultater.⁴⁸

4.1 Afkastningsgrad

	2020	2019	2018	2017	2016
Afkastningsgrad	12,9	18,8	35,1	47,9	52,1

Afkastningsgraden giver et indblik i Pandoras evne til at skabe indtjening set relativt i forhold til de investerede aktiver. Tallet beregnes på baggrund af en for året gennemsnitlig aktivmasse og er resultat af primær drift. Det er således muligt for selskabet at skabe en højere og dermed forbedret

⁴⁸ (Andersen, 2013) side 37

afkastningsgrad på to måder, enten ved at øge resultatet af primær drift uden en tilsvarende øget aktivmasse, eller ved at reducere aktivmassen og bibeholde resultatet af primær drift.

$$\text{Afkastningsgrad} = \frac{\text{Resultat af primær drift}}{\text{Gns. aktiver}} * 100$$

For Pandoras vedkommende har afkastningsgraden været kontinuerligt faldende over de seneste analyserede 5 regnskabsår. Specielt mellem regnskabsårene 2018 og 2019 har Pandora oplevet en markant forringet afkastningsgrad. Samlet set er den over perioden på de 5 år faldet med 75%. Dette relativt markante fald forklares bedst ved, at Pandora i samtlige af de analyserede regnskabsår – på nær fra 2019 til 2020 – har øget deres aktivmasse. Denne er således øget fra 13.311 mio. DKK primo år 2016 til 19.984 mio. DKK ultimo år 2020. Dette er en relativ stor stigning. I samme periode er resultatet af primær drift faldet 7.404 mio. DKK til 2.684 mio. DKK. Der er således sket et markant fald i resultatet af primær drift i samme periode, som aktivmassen er øget.

Når aktiverne øges så markant, som det er tilfældet hos Pandora, uden at der skabes en større grad af resultat, så øges risikoprofilen. Dette skyldes, at der med aktiver ofte følger nogen grad af forpligtelser. Der kan være tale om pengebinding til en lagerbeholdning, men fysisk skal lagervarer også placeres et sted, hvilket medfører omkostninger til bygninger, forsikringer, medarbejdere og lignende. Når virksomheden påtager sig en øget mængde af aktiver, så vil der uundgåeligt følge en række omkostninger med. Derfor er det relativt foruroligende, at man i Pandoras tilfælde har haft en lang periode på 5 regnskabsår, hvor der har været en markant stigning i aktiver, men samtidig en direkte forringet evne til at levere og forbedre resultatet af primær drift.

I forhold til afkastningsgraden skal det, på trods af den meget kedelige udviklingstendens, nævnes, at der i rapporten over smykkebranchen, som Deloitte står bag, "Global Power of luxury goods", findes en gennemsnitlig afkastningsgrad for de virksomheder der er inkluderet i analysen⁴⁹. Denne er på 7.4% og er således lavere end Pandoras afkastningsgrad selv i det år, hvor præstationen har været værst i de 5 analyseår. Således er det mærkværdigt, at Pandora i en tidligere periode har

⁴⁹ (Deloitte, 2020) side 4

evnet at skabe så store resultater, at de har kunnet opretholde en afkastningsgrad, der er forholdsmæssigt tangerende til ekstrem, set relativt i forhold til resten af branchen. Det skal nævnes, at Deloitte's analyse er bredere end blot smykkeelskaber, hvilket således kan have en indflydelse.

4.2 Overskudsgrad

	2020	2019	2018	2017	2016
Overskudsgrad	15,8	19,1	30,5	35,0	38,1

Overskudsgraden viser, hvor stor en andel af omsætningen virksomheden evner at konvertere til indtjening. Det betyder, at overskudsgraden giver et godt indblik i, hvordan forholdet mellem omsætning og omkostninger er. Man kan illustrere overskudsgraden ved at for hver 100 kroner, der sælges for, er der X kroner tilbage til virksomheden, når omkostningerne er betalt. Overskudsgraden påvirkes af 2 faktorer, nettoomsætning og omkostninger. Hvis virksomheden ønsker at forbedre overskudsgraden, kan det ske ved at mindske omkostninger og altså dermed skabe et forbedret resultat af primær drift, uden tilsvarende at øge nettoomsætningen.

$$\text{Overskudsgraden} = \frac{\text{Resultat af primær drift} + \text{finansielle indtægter}}{\text{Nettoomsætning}} * 100$$

Der har i de 5 analyserede regnskabsår først været en øget omsætning og efterfølgende et fald i omsætningen igen. Fra 2016 til 2017 er der en mindre øgning i resultat af primær drift, men den faldende overskudsgrad viser, at stigningen i omsætning var forholdsmæssigt større. Fra 2017 til 2018 stiger omsætningen ubetydeligt, hvorefter den falder en del frem til 2020. I samtlige år gør det forringede resultat af primær drift, at der sker et meget markant fald i overskudsgraden, som mere end halveres fra 2016 til 2020. Det største fald mellem to regnskaber sker fra 2018 til 2019, hvor overskudsgraden falder 11,4 point, svarende til et fald på 37,3%. Samlet set har faldet fra 2016 til 2020 udgjort et fald på 58,5%.

Udviklingen i overskudsgraden understøtter det, der blev belyst under gennemgangen af afkastningsgraden. Det peger på en tendens til, at den øgede aktivmasse har medført en række øgede omkostninger for Pandora, og at virksomheden ikke samtidig har evnet at øge sit salg og sine aktiviteter, svarende til den øgede mængde af aktiver. Det kan samtidig give en indikation af, at Pandora har en høj grad af faste omkostninger. Havde der i større grad været tale om variable omkostninger, ville det have været rimeligt at antage, at der havde været en mere stabil og mindre markant udvikling i overskudsgraden. Denne antagelse sker på den baggrund, at de variable omkostninger således ville have fulgt omsætningens fald og dermed have fladet overskudsgradens udvikling mere ud.

4.3 Aktivernes omsætningsagtighed

	2020	2019	2018	2017	2016
Aktivernes omsætningshastighed	0,91	1,07	1,24	1,40	1,43

Aktivernes omsætningshastighed giver udtryk for, hvor stor en omsætning virksomheden formår at skabe på et år kontra, hvor stor aktivmasse virksomheden har bogført. Dette tal er yderst relevant i forhold til både afkastningsgraden og overskudsgraden. Sammenhængen skal ses ved, at der som nævnt under afkastningsgraden som udgangspunkt ofte følger omkostninger med mange former for aktiver. Derfor er der et naturligt behov for at sikre en sammenhæng mellem omsætning – altså aktivitet i virksomheden – og den mængde aktiver, aktiviteten skabes på baggrund af. Sammenhængen til overskudsgraden er direkte afledt af ovenstående, idet der er en række tilhørende omkostninger til aktiverne, hvoraf overskudsgraden påvirkes.

$$\text{Aktivernes omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. aktiver}}$$

Når man kigger på nøgletallet for Pandora, der beskriver forholdet mellem aktiver og omsætning, fremgår det, at det har været nedadgående i samtlige af de analyserede regnskabsår. Det er således faldet fra 1,43 i 2016, til 0,91 i 2020. Ved gennemgang af årsrapporterne fremgår det, at den største

del af stigningen skyldes en stigning i posten "non-current assets", som på dansk normalt er kendt som langfristede, eller ikke omsættelige, aktiver. Det faktum at stigningen primært fremkommer som langfristede aktiver, påvirker i endnu højere grad risikoprofilen for Pandora samlet set, hvilket uddybes yderligere her.

Pandoras aktiver kan grundlæggende inddeles i 3 kategorier, immaterielle aktiver, langfristede aktiver og kortfristede aktiver.

De immaterielle aktiver dækker over goodwill, brand, distribution og andre ikke omsættelige aktiver. Fælles for disse aktiver er, at de ikke er likviditetskrævende og således ikke har en direkte indvirkning på cashflow for virksomheden.

De langfristede aktiver dækker over bygninger, produktionsudstyr, rettigheder, finansielle aktiver og udskudte skatteaktiver. Bygninger og produktionsudstyr udgør en relativt stor del af de samlede langfristede aktiver for Pandora. Disse aktiver kan med stor sandsynlighed ikke afsættes i tilfælde af aktivitetssvingninger med kort varsel. Der følger desuden med overvejende sandsynlighed en række omkostninger med, som påvirker både resultatopgørelse og cashflow for Pandora.

Slutteligt er der omsætningsaktiverne eller de kortfristede aktiver. Denne post dækker over ting såsom lagerbeholdninger, kassebeholdninger og lignende. I et risikoperspektiv er denne del ikke lige så kritisk som de førnævnte bygninger, produktionsudstyr mve, idet flere af punkterne ikke er direkte likviditetskrævende. Samtidig må det forventes, at virksomheden inden for et kortere periode ville være i stand til at tilpasse denne del af aktivmassen, hvis aktivitetsniveauet skulle ændre sig.

4.4 Gældsrente

	2020	2019	2018	2017	2016
Gældsrente	3,5	2,4	3,2	3,3	1,1

Gældsrenten angiver, hvor stor en del af virksomhedens samlede gæld de finansielle omkostninger udgør. Således er der ikke her tale om et gennemsnit af de forskellige renter på eksempelvis banklån, men et totalt udtryk for de samlede finansielle omkostninger kontra, hvor meget gæld virksomheden har.

$$Gældsrente = \frac{\text{Finansielle omkostninger}}{\text{Gns. gældsforpligtelser}} * 100$$

Det er ret interessant, at udviklingen har været som den er beskrevet. Navnlig er årsagen til, at den overordnet set er steget, interessant. Det generelle renteniveau har haft et fald, om end det er mindre i analyseperioden. Det betyder således, at det må antages, at der er vurderet et stigende risikotillæg for Pandoras gæld, da virksomhedens gældsrente ellers ville have fulgt det generelle renteniveau i samfundet.

Det er isoleret set ikke kritisk for Pandora, at renten er steget, idet den ikke udgør en markant post i deres regnskab. For 2020 udgjorde de finansielle udgifter således cirka 3,5% af den samlede bruttofortjeneste. Det har dog stadig en meget negativ klang, at virksomheden som helhed pålægges et risikotillæg for deres finansiering.

4.5 Egenkapitalens forrentning

	2020	2019	2018	2017	2016
Egenkapitalens forrentning	39,5	65,6	101,8	115,2	118,3

Nøgletallet "egenkapitalens forrentning" er et udtryk for, hvor stor en forrentning der er på den andel af virksomheden, der ikke er finansieret med fremmedmidler. I forhold til dette nøgletal er de relevante faktorer, der kan påvirke det, henholdsvis egenkapitalens størrelse og selskabets resultat før skat. Ved en forøgelse af egenkapitalen uden en tilsvarende forbedring af indtjening, vil dette nøgletal være afslørende.

$$Egenkapitalens forrentning = \frac{\text{Resultat før skat}}{\text{Gns. egenkapital}} * 100$$

I forhold til Pandora er det bemærkelsesværdigt, at der kun er en begrænset udvikling i egenkapitalen gennem analyseperioden, nemlig en stigning på 8,7% fra 2016 til 2020. Forskellen mellem resultat og egenkapitalen skyldes udbyttebetalinger. Mere bemærkelsesværdigt er det, at faldet fra 2018 til 2019 samtidig er reddet af en mindsket egenkapital. Dette ses udelukkende i dette analyseår. Ultimo 2019 er egenkapitalen 22,7% mindre end ultimo år 2016. Således er det ret markante fald på mere end 35 procentpoint fra 2018 til 2019 endog reduceret af den eneste og største stigning i egenkapitalen igennem analyseperioden. Ser man på nøgletallet fra 2016 til 2020 fremgår det meget tydeligt, at der på samme måde som overskudsgrad og afkastningsgrad, er sket en markant forringelse af virksomhedens præstation.

4.6 Gearing

	2020	2019	2018	2017	2016
Gearing	2,3	2,5	1,8	1,4	1,2

Gearingen er sidste nøgletal i denne rentabilitetsanalyse, og her fremgår det, at der har været en stigning i gearingen fra 1,2 i 2016 til 2,3 i 2020. Gearingen beskriver forholdet mellem egen- og fremmedfinansiering. Således er der for hver gang virksomheden har 1 krone i egenkapital 2,3 kroner i ekstern gæld.

$$Gearing = \frac{Gns. gældsforpligtelser}{Gns. egenkapital}$$

At gearingen er steget gennem perioden, er en meget logisk følge af den øgede aktivmasse, der har været beskrevet flere gange i de foregående nøgletal. Det er desuden endnu en indikator på, at virksomheden har været villig til at påtage sig mere risiko de forgangne år. I forhold til virksomhedens nominelle resultat er det vigtigt, at Pandora kan holde deres gældsrente på et fornuftigt niveau, når man øger graden af fremmedfinansiering. Gældsrenten er således, som tidligere beskrevet, ikke på et kritisk niveau på nuværende tidspunkt, men i perioder med stigende renteniveau på makroniveau, kan det få en decideret kritisk indflydelse på virksomhedens overskudsgrad, og dermed på afkastningsgraden, hvis gældsposten pludselig får større indflydelse.

Det er endvidere en faktor i forhold til de investorer, virksomheden har, men hvorvidt det er et plus eller minus er svært at vurdere. Der kan være positive takter i det set fra investors side, idet man kan forvente, at der på et senere tidspunkt kan opretholdes en højere vækst, dækningsgrad eller lignende som et direkte produkt af de øgede investeringer. Omvendt vil det for andre investorer, specielt på nuværende tidspunkt, være forbundet med en del frygt for, at virksomheden kan ramme en større nedtur, end nøgletallene allerede for nuværende analyseperiode belyser.

5. SWOT-analyse

I den følgende gennemgang vil der blive foretaget en opsummering af de foregående siders analyse. Således indeholder SWOT-modellen en simplificeret opstilling af nogle af de resultater, der er fremkommet i den tidligere analyse. Formålet med SWOT-analysen i dette tilfælde er at opstille og udvælge de faktorer, der forventes at have den største indflydelse på Pandora de kommende år. I denne gennemgang opstilles de i modellen, men kommenteres samtidig i en mere uddybende beskrivelse med direkte henblik på brug i budgetteringsfasen. Det er således ikke formålet at lave en opsummering af punkterne fra tidligere, men i højere grad at konkretisere, hvilken forventet indflydelse punkterne vil have på Pandoras evne til at opretholde en rentabel drift.

Inddelingen i interne og eksterne forhold følger den klassiske SWOT-tilgang, hvorfor modellen må forstås således, at der i højere grad er mulighed for at påvirke de forhold, der gør sig gældende som interne, mens de eksterne forhold i højere grad kræver tilpasning.

Intern situation	
Styrker	Svagheder
• Strategiske samarbejder • Stærkt og stort detailed	• Usikkerhed omkring produktionsmedarbejdere • Dårlig performance i økonomiske nøgletal
Ekstern situation	
Muligheder	Trusler
• Armbånd på vej på mode • Brandede smykker forventede opsving • Forventning om generel markedsvækst på 3% +	• Covid-19: makroøkonomi og nedlukning af samfund • US-marked har lave forventninger • Råvareprisernes prisudvikling

5.1 Styrker

Som beskrevet i analysen af produktsammensætningen har Pandora en række samarbejder med forskellige kendte brands verden over. Et af de meget fremtrædende er Disney. Samarbejdet med dem gør det muligt at købe forskellige Disney-charms til Pandoras armbånd. Disse strategiske samarbejder gør Pandora til noget unikt, da det her i analysen er vurderet at være forbeholdt Pandora i en sådan grad, at de herigennem har en række unikke produkter uden nævneværdig konkurrence. Det fremgår også af gennemgangen, at disse produkter har en højere salgspris end de andre produkter, hvilket antages at skyldes den merværdi produkterne repræsenterer for kunderne. Således er der i budgetsammenhænge en positiv vægt på Pandoras udvikling i overskudsgrad, når der sammenholdes med beskrivelsen under muligheder om en generel tendens til, at folk søger brandede smykker og formentlig i højere grad armbånd. Derfor indregnes der en stigning i overskudsgrad på 0,5% og en ekstra stigning i omsætning på 1% de første 3 budgetår.

Pandoras detailed, som består af over 2700 butikker, er en stor styrke for virksomheden. Med dette detailed direkte under sig, er der mulighed for en højere grad af tilpasning samt en kortere responstid på ønsker fra den øverste ledelse. Endvidere giver det en meget lang række af fordele i forhold til analyser og optimering af salgsløbet. Ud over dette anvender Pandora deres butiksløb til at bidrage til implementeringen af deres nye brand. Således er deres nye farver, logo mv. rullet ud i samtlige butikker, ligesom de findes på Pandoras webshop. Det må med de nye tiltag således forventes, at Pandoras brandopbygning meget hurtigt vinder indpas hos de relevante målgrupper. Sammenholdt med ansættelsen af den nye direktør, der har en fornuftig historik og er ansat på baggrund af disse kompetencer, forventes dette at kunne bidrage positivt til Pandoras fremadrettede vækst inden for en horisont på 1-3 år. Det forventes ikke umiddelbart, at der vil være en direkte effekt af brandændringen fremadrettet, men der vil naturligvis være en potentiel afledt effekt som følge af øget kendskabsgrad mv. Derfor pålægges der 1% ekstra i omsætningsvækst de første 3 budgetår.

5.2 Svagheder

Pandora har en svaghed i form af de forhold, der påvirker deres ansatte på deres thailandske produktionsfaciliteter. Hvilken retning tingene udvikler sig i er forbundet med stor usikkerhed. Dette

skyldes navnlig den for nuværende begyndende fagforeningslignende forsamling af Pandoras produktionsmedarbejdere. Det er i denne rapport vurderet, at det på nuværende tidspunkt fortsat er muligt at påvirke den måde tingene udvikler sig på, men såfremt situationen ikke bliver håndteret, anses det som værende en svaghed og også en latent udfordring, der over tid med stor sandsynlighed vil vokse sig større. Skulle det ske, at initiativtagerne bag denne organisering opnår en kritisk masse og således får muskler til at påvirke Pandora i form af strejker eller lignende, vil det medføre stor risiko for, at man i højere grad bliver presset til løsninger, der fremadrettet og på lang sigt kan medføre meget store omkostninger for virksomheden. Hvorvidt det for nuværende vil være muligt at bremse udviklingen i forsamlingen er svært at give et svar på, men det må forventes, at situationen følges nøje, og at det løbende afvejes, hvornår der skal gribes ind. Med den afsagte dom i bagagen, bagagen, må det dog forventes, at Pandora afholder sig fra at gribe ind med illegale midler, da det vurderes, at der med dommen er statueret eksempel, som afspejler national lovgivning. For nærværende rapport indregnes der som følge heraf med en stigning i lønomkostninger på 0,5% ud over den forholdsmæssige stigning de kommende 2 år.

Udvikling i Pandoras regnskabstal har overvejende været negative. Således er blandt andet overskudsgraden faldet markant i de analyserede regnskabsår. Det medfører hele vejen gennem Pandoras resultatopgørelse et kraftigt forværret resultat. En af de bagvedliggende årsager til denne udvikling synes at være en opjustering af aktiver og dertilhørende omkostninger. I nogle tilfælde kan en opgradering af aktiver for virksomheder naturligvis føre til både øget salg og i nogle tilfælde forbedrede regnskabsposter, som eksempelvis hvis en produktion flyttes inhouse og man derved øger marginerne. For Pandoras vedkommende synes der dog udelukkende at være negative effekter og en meget klar effekt af disse er, at der er tale om en klar forholdsmæssig øget grad af omkostninger, uden tilsvarende øget grad af afsætning eller forbedring af marginer. Det medfører endvidere en selvpåtaget forøgelse af risiko, som stiller virksomheden ringe i forhold til fremtidsforventninger. Således peger den økonomiske analyse i en negativ retning, der kommer til at påvirke optimismen i det kommende budget i høj grad.

5.3 Muligheder

Det er en meget stor mulighed for Pandora, at uafhængige analyser peger på et opsving inden for armbånd, idet det som tidligere beskrevet udgør 71% af Pandoras omsætning. Et sådan opsving skyldes, jævnfør tidligere nævnte analyser, en modeændring, og således kan det anses som en appelsin, der rammer ned i Pandoras turban.

Det antages helt konkret, at der på denne baggrund er rimelighed for en forudsætning omkring en højere generel omsætningsvækst for Pandora i en periode på 3-5 år frem i tiden, end der er for den resterende del af smykke- og modebranchen. Således vil det i budgetteringsperioden udmønte sig i et tillæg på 0.5% årlig ekstraordinær vækst i 4 år.

Det blev tidligere beskrevet, at uafhængige analyser spår en opblomstringsperiode for brandede smykker, hvor disse i højere og højere grad vil blive foretrukket, frem for smykker fra mindre og ukendte designere. Dette anses som en stor mulighed for Pandora generelt. Sammenholdt med det faktum, der er beskrevet ovenfor, er der grund til at tro, at det kan bidrage yderligere til Pandoras fremadrettede vækst. Det er uvist, hvor længe denne tendens kan bidrage positivt til Pandoras vækst, idet det er højst usandsynligt at interessen for mindre designere vil forsvinde helt. På baggrund af den nævnte analyse er der dog indikationer på, at det kan fortsætte i en længere periode, hvorfor det i budgettet vil antages at fortsætte 5 år. Det vil i budgettet blive indregnet som en årlig vækstfaktor på 0.5% i de første 5 budgetår.

Den generelle markedsvækst inden for smykker er af uafhængige analyser forventet at være over 3% per år. Set i forhold til de beskrevne forhold i rentabilitetsanalysen, hvor det fremgik at Pandora havde haft en faldende omsætning fra 2018 til 2020, er der en uforløst mulighed for selskabet for at øge toplinjen alene ved at følge denne vækst. Kombineret med de foregående beskrivelser af muligheder, vil det anses som værende yderst mærkværdigt, hvis ikke Pandora igen fra 2021 eller 2022 evner at øge omsætningen for virksomheden.

5.4 Trusler

Pandora er i høj truet af Covid-19-pandemien, der har været beskrevet i flere omgange gennem analysen. Således påvirker pandemien både virksomheden direkte samt indirekte gennem makroøkonomiske forhold. Dette ses ved øget arbejdsløshed, optagelse af statslig gæld i flere lande og også en øget grad af forbrugerusikkerhed. Derudover påvirkes flere lokale lovgivningsmæssige forhold, hvilket fører til både lokale og nationale nedlukninger af samfund med dertilhørende risiko for nedlukning af både produktioner og detailed.

Ovenstående vil helt konkret udmønte sig i, at der sættes en lavere forventning til budgettet for 2021, idet der stadig er flere lande som i høj grad er præget af situationen. Efter 2021 er det forventningen, at de fleste relevante markeder vil være så langt med vaccinationsprogrammer og lignende, at der ikke fortsat vil være risiko for nedlukninger og dertilhørende omkostninger. År 2021 og 2022 vil konkret i budgettet være fratrasket 1.5% omsætningsvækst kontra de efterfølgende år.

Markedsvæksten på det amerikanske marked forventes at være en del lavere end de generelle vækstforventninger. Således er der uafhængige analyser, der peger på en forventet vækst på kun 1.57%, imod blandt andet en forventet vækst på det generelle marked på over 3%. Det amerikanske marked er det største enkeltstående marked for Pandora i forhold til omsætning, hvilket således kan medføre en risiko for, at der kan blive udfordringer med at bibeholde en fornuftig total omsætningsvækst. I budgettet er påvirkningen indregnet med den relevante vægt i forhold til den samlede forventede omsætningsvækst. Denne trussel skal naturligvis se i lyset af den beskrevne mulighed i den generelle forventede markedsvækst.

Som en afledt trussel af den indledningsvist beskrevne usikkerhed omkring de makroøkonomiske forhold, følger en øget risiko for en negativ udvikling i råvarepriserne for Pandora. Således ses en tendens til, at der ved usikre økonomiske perioder, sker en tilflugt til sølv og guld, der på baggrund af den øgede efterspørgsel stiger i værdi. Hvis denne udvikling fortsætter som det blev beskrevet i tidligere dele af analysen, vil der være en risiko for, at Pandoras vækst og overskudsgrad påvirkes i negativ grad. Det vil med stor sandsynlighed forekomme svært at afspejle prisstigninger på råvarer i sine produkter på kort sigt, idet en sådan prisregulering, jævnfør normal ligevægtsteori, vil ændre

udbudsprisen. På en uændret efterspørgselskurve vil dette resultere i en mindre mængde afsat. Det er svært at vurdere, hvilken udvikling guld- og råvarepriserne præcis vil undergå, men det vurderes, at udviklingen med meget stor sandsynlighed vil følge den udvikling, som blev beskrevet ovenfor, hvorfor der i budgetøjemed indregnes en mindre negativ påvirkning for budgetårene 2021 og 2022 på 1% i dækningsgrad. Således antages det også, at der efter udgangen af 2022 vil ske en gradvis forbedring af råvarepriserne, hvilket vil medføre en forbedret overskudsgrad for den fremadrettede budgetperiode.

6. Budget

Budgetteringen inden den endelige værdiansættelse indeholder både et driftsbudget og en udvikling i investering af driftsaktiver, der kan understøtte Pandoras drift. Den indeholder også, følgende vigtige value drivere: salgsvækst, overskudsgrad, forholdsmæssig arbejds- og anlægskapital, skatteprocent og driftsoverskud. Disse punkter vil i kommende afsnit blive gennemgået inden den endelige budgettering.

6.1 Budgettering af driftsaktiviteten

I forbindelse med den foregående analyse er der fremkommet en lang række forskellige faktorer, der forventes at have indflydelse på Pandoras økonomiske situation fremadrettet. Der er ingen tvivl om, at der i den økonomiske analyse var en del negative indikatorer, imens det forholder sig anderledes positivt med de uafhængige analyser, der primært kigger på udviklingen af smykkemarkedet den kommende årrække. Hele analysen blev samlet op i SWOT-analysen, hvor de mest relevante fund blev trukket frem. I nedenstående Tabel 3 er disse indsat, så der let dannes et overblik over den forventede effekt for Pandora. Derudover er der lavet en konkret beregning på en vækstfaktor ud fra markedsanalysen, som tidligere blev gennemgået. Denne vækstfaktor bliver procentudgangspunktet for den samlede forventede vækst gennem budgetteringen.

Opsummering fra SWOT		
Beskrivelse	Effekt	År
Samarbejde smykker	oms. +0,3% OG +0,5%	Første 3 år.
Ny og bedre branding	oms. +0,5%	Første 3 år.
Fagbevægelse i Thailand	lønomk. +0,5%	Første 2 år.
Armbånd som mode	oms. +0,2	Første 4 år.
Brandede smykker optur	oms. + 0,4	Første 5 år.
Covid-19	oms. – 1,2%	Første 2 år.
Råvarepriser	OG – 1%	Første 2 år.

Tabel 3

Kilde: Egen tilvirkning

Det er valgt at opdele budgetteringen i de faser, der blev beskrevet indledningsvis i dette afsnit. Således gennemgås de hver for sig for at sikre, at de alle indregnes efter hensigten.

6.1.1 Salgsvæksten

Analysen vedrørende de forventede markedsvækster blev gennemgået tidligere i rapporten. I nærværende tabel er der lavet en vægtet udregning, så den forventede markedsvækst for de 3 største grupperede omsætningsmarkeder er vægtet med den andel af omsætningen, de havde i 2020. Dette giver et samlet omsætningsvækstestimat på 2,7% årligt.

Beregnet markedsvækst		
Omsætning	100%	Vækstestimat
US	23,7%	1,6
UK	15,6%	2,7
Resterende	60,7%	3,2
Samlet vægtet:		2,7%

Tabel 4, Omsætning fordelt på markeder og vækst

Kilde: Egen tilvirkning, data fra Pandora anual rapport 2020

Ud over dette følger det af den opsummering, der udledes af SWOT-analysen, at der ligeledes var en række faktorer med forventelig indflydelse på omsætningen den kommende årrække. I nedenstående tabel kalkuleres disse ind over den forventede markedsvækst, således at der bliver indregnet en række Pandora-specifikke faktorer.

År	2021	2022	2023	2024	2025	2026T
Beregnet markedsvækst for Pandora	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,50
Samarbejdssmykker	0,30	0,30	0,30	-	-	
Ny og bedre branding	0,50	0,50	0,50	-	-	
Armbånd som mode	0,20	0,20	0,20	-	-	
Brandede smykker	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	

Covid-19	-1,2	-1,2	-	-	-	
Samlet	2,90	2,90	4,10	3,10	3,10	2,50

Tabel 5, beregnet markedsvækst på baggrund af strategiske faktorer

Kilde: Egen tilvirkning

Ved at indregne ovenstående faktorer kan den forventede omsætning for de kommende år anslås. Ved udgangen af budgetperioden gøres vækstfaktoren til en konstant faktor på 2,5% årlig forventet vækst, der således vil være gældende for beregningen vedrørende terminalperioden fremadrettet.

Den forventede omsætning ser på baggrund af ovenstående således ud for perioden 2021 til 2026.

År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Oms:	19.560,26	20.127,51	20.952,74	21.602,27	22.271,94	22.828,74

6.1.2 Aktivernes omsætningshastighed og netto driftsaktiver

Der er en udfordring forbundet med beregningen af aktivernes omsætningshastighed og deraf nettodriftsaktiver. På baggrund af rentabilitetsanalysen har Pandoras udvikling objektivt set været negativ, hvilket har udmøntet sig i, at nøgletallet er faldet med cirka 1/3 fra 2016 til 2020. Det er således udfordrende at bruge som beregningsgrundlag for den kommende budgetperiode, hvorfor der må tages et mindre forbehold for resultatet heraf. Beregningerne i budgettet bygger dog på den antagelse, at stigningen i aktivmassen i høj grad har forbindelse til anlæggelsen af den nye fabrik. Således må det med rimelighed forventes, at Pandora ikke møder kapacitetsproblemer de kommende år, hvorfor udviklingen i aktivmassen forventes at stabilisere sig igen. Desuden har Pandora, som beskrevet tidligere, allerede et stort varelager, svarende til cirka et halvt års afsætning. Derfor er der heller ikke, på trods af Covid-19-udfordringerne, nogen strategisk grund til at øge lagerbeholdningen.

Det er således forventningen, at Pandora inden for de kommende år kan komme tilbage på en retning, der udvikler sig mod niveauet for 2018. Her lå niveauet en del over niveauet for 2020, men markant lavere end niveauet for 2016. Udviklingen forventes at være nogenlunde lineær og er

beregnet herefter. Derfor er udviklingen konstant, og på trods af mulige udsving fra år til år, er det forventningen, at Pandora kan opretholde en fornuftig udvikling i forholdet mellem aktiver og omsætning – navnlig på grund af den store ændring, der hidtil har været, der således viser at Pandora tidligere har evnet et andet forhold.

$$\text{Netto driftsaktiver} = \text{Forventet omsætning} \times \frac{1}{\text{Aktivernes omsætningshastighed}}$$

År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Aktivernes omsætningshastighed:	0,91	0,95	0,99	1,06	1,08	1,10
Forventet omsætning	19.560	20.128	20.953	21.602	22.272	22.829
Netto driftsaktiver	21.495	21.232	21.250	20.380	20.622	20.753

6.1.3 EBIT margin og driftsoverskud

Ud over de faktorer der forventes at have en indflydelse på omsætningsvæksten, har Pandora gennem rentabilitetsanalysen vist sig at have en meget svingende evne til at konvertere omsætning til overskud. Overskudsgraden har været svingende fra hele 38,1% til 15,8%. Det er naturligt, at dette har en meget høj grad af indflydelse, måske isoleret set den højeste i forhold til, hvordan Pandoras økonomiske performance totalt set er. Det forventes ikke, at Pandora vender tilbage til niveauet fra 2016, men omvendt må det med rimelighed forventes, at den nye direktør kan få styr på omkostningsniveauet igen og således stille og roligt øge overskudsgraden og finde tilbage til et rimeligt niveau. I SWOT-analysen blev der opsummeret punkter, der havde indflydelse på overskudsgraden. Således vil der her blive foretaget en beregning af Pandoras forventede EBIT-margin og driftsoverskud før skat.

Denne beregning er ikke uden problemer. I en optimal verden bør beregning foretages ud fra en vurdering og strategisk plan, hvor samtlige omkostningsgrupper vurderes enkeltvis. Dette vil kræve fuldkommen adgang til samtlige regnskabsdata, hvilket desværre ikke er muligt. Desuden kan der

være en hvis grad af fejlfortolkning forbundet med at binde visse poster direkte op på omæstning, som en andel heraf. Dette gør sig blandt andet gældende for afskrivninger af aktiver, der som bekendt ikke vokser proportionelt med salget, idet de er bundet op på et aktiv.⁵⁰

Af denne grund betragtes forventningerne for Pandora på et mere overordnet plan gennem EBIT-marginen, som reguleres efter de punkter den foregående analyse har givet anledning til at tillægge vægt. Det vurderes, at der på denne måde vil blive tegnet et mere realistisk billede af Pandoras overordnede udvikling for kommende regnskabsår.

Der er et par konkrete begivenheder, som er fremhævet i SWOT-analysen, som indregnes i den budgetterede EBIT-margin. Dette gælder merværdi af de brandede smykker, øgede lønomkostninger grundet fagbevægelse samt udviklingen i råvarepriser.

Udover ovenstående er det den analytiske gennemgang, der danner grundlag for vurderingen. På baggrund af rentabilitetsanalysen vurderes historisk mulige overskudsgrader, mens de fremkomne elementer i den strategiske analyse kan have indflydelse på udviklingsretning og, hvad der synes muligt for den forventede EBIT-margin i budgetperioden.

Af de ting der er fremkommet ud over de i SWOT-analysen opremsede, kan det konkluderes, at der er etableret en ny produktionsfacilitet i Thailand. Således burde det umiddelbart forventes, at Pandoras mangeårige in house-produktion giver så meget knowhow, som har kunnet bidrage positivt til at skabe rammer i den nye fabrik, der gør produktionen effektiv. Dette er imidlertid ikke det faktiske resultat siden etableringen. Derfor gennemgås udviklingen i personale og tilhørende omkostninger i det følgende afsnit.

Man kan se af regnskabet for 2020, at der er et fald i antallet af medarbejdere fra 2019 til 2020. Gennemsnitsantallet af fuldtidsansatte er faldet fra 23.736 i 2019, til 22.336 i 2020. Ved at dykke ned i dette fald ses der indregnet færre produktionsomkostninger, hvilket harmonerer med den faldende omsætning. Derudover ses, at der har været et fald i salgs-, distributions- og

⁵⁰ (Sørensen, 2017) side 326.

marketingsomkostninger. Dette er med overvejende sandsynlighed en følge af Covid-situationen, der har medført, at deltidsansatte i butikkerne ikke har udgjort en omkostning, idet de, som følge af de lukkede butikker, ikke har arbejdet. Slutteligt kan der ses en mindre stigning i administrationsomkostninger fra 876 mio. DKK i 2019 til 993 mio. DKK i 2020. På baggrund af de 2 år er der ikke grundlag for at tro på en markant forbedring af Pandoras personaleomkostninger, hvorfor det eneste der indregnes, er de allerede fremkommende punkter, som er listet i den opsummerende SWOT.

I nedenstående tabel er der gjort følgende betragtninger og beregninger. Der er taget udgangspunkt i den realiserede overskudsgrad for 2020 på 15,8% af omsætningen. Dernæst er denne korrigeret med de i SWOT-analysen opsummerede strategiske punkter, som er henholdsvis en forbedring på 0,5% for smykker udarbejdet med partnere, samt et fald i disse på 1% ,som følge af udviklingen i råvarepriserne. Således er råvareprisstigningerne forventet at vare ved og påvirke i 2 år, imens det forventes, at der i en periode på 3 år kan lukreres på samarbejdssmykkerne. Ved at indregne disse korrektioner kan der, ud fra den tidligere beregnede omsætning, beregnes totale omkostninger.

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Overskudsgrad	15,80%	15,30 %	14,80 %	16,13 %	16,95 %	17,78 %	18,60 %
Strategiske korrektioner		0,50%	0,50%	- 1,33%	- 0,83%	- 0,83%	- 0,83%
Omkostningsgrad uden lønkorrektion	84,20%	84,7%	85,2%	83,9%	83,1%	82,2%	81,4%
Budgetteret oms.		19.56 0	20.12 8	20.95 3	21.60 2	22.27 2	22.82 9
Totale omk. uden lønkorrektion	16.325	16.56 8	17.14 9	17.57 4	17.94 1	18.31 3	18.58 3

Lønomkostninger udvikling	4.478	4.500	4.523				
Lønkorrektion		22	23				
		16.59	17.17	17.57	17.94	18.31	18.58
Totale omk. inkl. lønkorrektion		0	1	4	1	3	3
EBIT		2.970	2.956	3.379	3.662	3.959	4.246
		15,19	14,69	16,13	16,95	17,78	18,60
EBIT-margin		%	%	%	%	%	%

Tabel 6, Budgetterede tal

Kilde: Egen tilvirkning

Ud over de totale omkostninger tages der højde for et ekstra tillæg til lønomkostningerne i budgetårene 2021 og 2022 som følge af foreningen af de thailandske produktionsmedarbejdere. Når den samlede stigning i lønomkostninger forholdsmæssigt kun forventes at vokse 0,5% ekstra, er det på baggrund af, at produktionsomkostninger udgør en mindre del af de totale lønomkostninger. Således lægges korrektionen for lønomkostninger til de 2 første år, hvormed der fremkommer en ny "Totale omkostninger inkl. lønkorrektion". For så vidt angår de sidste år er det for nærværende rapport forventet, at Pandora ligeså stille vil øge deres overskudsgrad igen efter indkørsel af ny fabrik samt på en forventning om større online afsætning og følgende færre omkostninger. Det er forventningen, at der hen imod 2026 vil kunne opnås en overskudsgrad på niveau med 2019. Således er der tillagt en faktor, som er differencen imellem år 2019 og 2020 divideret med 4, hvorefter den er fordelt over de 4 år. En af grundene til denne tiltro findes ligeledes i fortællingen om det ændrede brand, den massive indsats på ændringer af butikker samt et øget brug af markedsføringsfremstød. Det er ikke forventeligt at køre et så højt niveau i en længere årrække.

Som det fremgår af Tabel 4, fremkommer der efter beregningerne et budgetteret EBIT-resultat, og forholdsmæssigt ud af omsætningen udgør dette EBIT-marginen, som også er beregnet.

6.1.4 Driftsoverskud fra salg efter skat

Det fremgår af skattenoten i regnskabet fra 2020, at der har været en effektiv skatteprocent for Pandora i regnskabsåret på 22,3%. Dette er en smule højere end den fastlagte selskabsskatteprocent på 22%. Udsvingene kan af forskellige årsager variere fra år til år, men for nærværende beregning tages der udgangspunkt i de 22,3%, idet disse er realiseret for virksomheden inklusiv de påvirkninger, der måtte være. Beregningen af disse anvendes sammen med den tidligere beregnede EBIT-post fra foregående tabel, så der fremkommer et driftsoverskud efter skat uden indregning af andre driftsindtægter, indtægter fra kapitalandele og tilsvarende. Disse indregnes senere.

Således er der i nedenstående tabel 7 udført en beregning af skat af det budgetterede overskud, hvorefter der er fremregnet en indtjening efter skat.

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
EBIT	2.970	2.956	3.379	3.662	3.959	4.246
Skat	662	659	753	817	883	947
Indtjening efter skat	2.308	2.297	2.625	2.845	3.076	3.299

Skatteprocent	22,3%
---------------	-------

Tabel 7, Budgetteret skat

Kilde: Egen tilvirkning

Den forventede udvikling i finansielle nøgletal er opsummeret i nærværende tabel. Desuden er der lavet en total opsummering over de nøgletal, der er relevante i forhold til den kommende værdiansættelse. Det er på baggrund af disse, at der senere udarbejdes en samlet proforma-opgørelse for budgetårene 2021-2026.

Tabel 8 udgør primært en sammenfatning af de tal, der har været inddraget forud. Således er de underliggende faktorer beskrevet i foregående kapitler. Bemærk, at renten er reguleret, hvormed der er justeret for skattefradrag af renteomkostningerne.

Finansielle drivere	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Salgsvækstrate	2,9%	2,9%	4,1%	3,1%	3,1%	2,5%
Primo arbejdskapital/salg	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
Primo anlægskapital/salg	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
EBIT-Margin	15,19%	14,69%	16,13%	16,95%	17,78%	18,60%
Effektiv skatteprocent på EBIT	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%
Andet driftsoverskud efter skat/salg	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
NFF/NDA	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Efter-skat rente	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Tabel 8, nøgletal

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.5 Andet driftsoverskud efter skat

Udover ovenstående beregnede resultat foreligger der også en række andre indtægter, som ikke stammer fra Pandoras primære drift. Det har ikke været muligt gennem foregående analyse at fastlægge, hvilke faktorer der er afgørende for denne indtjening. Af denne grund bliver indtægten fastsat som en fast faktor af omsætningen, således at den er proportional med omsætningen. Dette kan naturligvis give anledning til mindre fejl, men da posten er relativt lille, anses det som værende en rimelig forudsætning.

I 2020 udgjorde de finansielle indtægter 316 millioner kroner. Således udgjorde posten totalt set 1.66% af omsætningen. I nedenstående Tabel 9 er der lavet en beregning, så der fremkommer en forventet indtjening set relativt til den forventede stigning i omsætningen for de kommende år.

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Oms.	19.560	20.128	20.953	21.602	22.272	22.829
Andre indtægter	325	335	348	359	370	379
Skat af andre indtægter	73	75	78	80	83	85
Andre indtægter efter skat	253	260	271	279	288	295

Andre indtægter sats:	1,66%
Skatteprocent	22,3%

Tabel 9, anden indtægt

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.6 Andel af nettofinansielle forpligtelser

Det fremgår af side 13 i Pandoras årsrapport for 2020, at der på nuværende tidspunkt er i en meget gunstig position i forhold til deres eksisterende, interne politikker angående kapitalstruktur. Således fremgår det, at der under normale omstændigheder vil være udsigter til en stor dividendebetaling for at tilgodese investorerne. Det er midlertidig besluttet, at dette først skal ske, når der er kommet mere sikkerhed om udviklingen af pandemien. Således er der her – som andel af aktiverne – givet et forsigtigt bud på den forventede udvikling i andelen af finansielle forpligtelser.

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
NFF	0,63	0,67	0,63	0,59	0,53	0,48	0,43

Tabel 10.1, Nettofinansielle forpligtelser som andel

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra den ovenfor fastsatte udvikling kan der beregnes nettofinansielle forpligtelser, ud fra den forventede udvikling i driftsaktiver. Hermed bliver de budgetterede nettofinansielle forpligtelser for Pandora således:

År	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
NFF	12.595	14.335	13.404	12.526	10.736	9.926	8.881

Tabel 8.2, Nettofinansielle forpligtelser som numerisk værdi

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.7 Egenkapital og udbytte

Ud fra de foregående beregninger findes forholdet mellem finansielle forpligtelser og driftsaktiver at være let beregnet, som forskellen mellem disse. Således er her først beregnet den budgetterede

egenkapital og efterfølgende det budgetterede udbytte. Udbyttet er beregnet på baggrund af det budgetterede overskud fratrasket ændringen i egenkapitalen.

År	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
EK	7.389	7.160	7.828	8.725	9.644	10.696	11.872
Udbytte	0	2.720	1.820	1.920	2.120	2.220	2.320

Tabel 11, Budgetteret udbytte

Kilde: Egen tilvirkning

6.2 Samlet budget

Alle ovenstående beregninger kan samles således, at der opstår et budget for de kommende år, der angiver en komplet udvikling i både resultatopgørelse, balance og pengestrømme. Dette ser det således ud for Pandora fra år 2021 til år 2026, der er valgt som terminalår.

Resultatopgørelse	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
Nettoomsætning	19.560	20.128	20.953	21.602	22.272	22.829
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	2.970	2.956	3.379	3.662	3.959	4.246
Skat på EBIT	662	659	753	817	883	947
Driftsoverskud fra salg efter skat	2.308	2.297	2.625	2.845	3.076	3.299
Andet driftsoverskud efter skat	253	260	271	279	288	295
Samlet driftsoverskud efter skat	2.561	2.557	2.896	3.124	3.364	3.594
Finansielle omkostninger efter skat	70	70	79	85	91	98
Nettooverskud	2.491	2.488	2.817	3.039	3.272	3.496
Balance						
Anlægskapital	15.691	15.499	15.513	14.877	15.054	15.150
Arbejdskapital	7.953	7.856	7.863	7.540	7.630	7.679
Netto driftsaktiver	21.495	21.232	21.250	20.380	20.622	20.753
Nettofinansielle forpligtelser	14.335	13.404	12.526	10.736	9.926	8.881

Egenkapital	7.160	7.828	8.725	9.644	10.696	11.872
Samlet finansiering	21.495	21.232	21.250	20.380	20.622	20.753
Pengestrømme						
Samlet driftsoverskud	2.561	2.557	2.896	3.124	3.364	3.594
- D Netto driftsaktiver	847	837	838	803	813	818
= FCF	3.408	3.394	3.734	3.927	4.177	4.412
Gældsfinansiering	1.809	-861	-800	-1.705	-718	-947
Nettodividende	2.720	1.820	1.920	2.120	2.220	2.320
Samlet finansiering	4.529	959	1.120	415	1.502	1.373

Tabel 12, Budget

Kilde: Egen tilvirkning

7. Værdiansættelse

7.1 Beregning af afkastkrav

I det følgende vil der blive beregnet en diskonteringsrente for Pandora. Den spiller en afgørende rolle i forbindelse med beregningen af fremtidsværdien af pengestrømmene, hvorfor den er et kritisk element i den samlede værdiansættelsesproces. De afgørende faktorer er ejernes afkastkrav, den risikofrie rente, systematisk risiko (benævnt som beta), forventet afkast ved investering i markedsporteføljen og markedets risikopræmie. I det følgende vil de forskellige elementer blive udspecificeret hver for sig, hvorefter der foretages en beregning af den samlede diskonteringsfaktor. Formlen for beregningen ser således ud⁵¹:

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

Hvor:

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofrie rente

β = beta (systematisk risiko)

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

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

7.1.1 Den risikofrie rente

Det var oprindeligt tanken at anvende den 10-årige statsobligation som indikator for niveauet på den risikofrie rente. Som beskrevet tidligere i rapporten så er der på nuværende tidspunkt et historisk lavt renteniveau i samfundet generelt – for nuværende 0,14% på en 10-årig statsobligation⁵². Således er det tvivlsomt, hvorvidt dette renteniveau er et perfekt fit, i den forstand at det her bruges til en i praksis uendelig terminalperiode. Således anskues det i denne rapport, at det kan påvirke udfaldet af beregningen uhensigtsmæssigt, når man samstemmer det med den negative indregning, der er i den forventede udvikling af cash-flow. Dette skyldes blandt andet råvareprisudviklingen.

⁵¹ (Sørensen, 2017) side 39

⁵² <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

I nærværende rapport er der taget udgangspunkt i den 10-årige statsobligation. Dette er gjort ud fra en devise om, at denne tidshorisont kan relateres til aktiemarkedet, men samtidig dækker over hele den 5-årige budgetperiode, inklusiv et efterfølgende tidstillæg på samme størrelse, som rækker ind i terminalperioden.

Ifølge Nykredit kan en 10-årig statsobligation pt. erhverves til kurs 97,4, hvilket giver et slutaftkast på 2,6% over de 10 år.”.

7.1.3 Risikopræmien

Der findes grundlæggende en række metoder til at fastlægge risikopræmien. Der i denne rapport, taget udgangspunkt i en større undersøgelse udført af Erhvervsstyrelsen. Denne indeholder gennemgang og vægtning af henholdsvis en undersøgelse af Fernandez mfl. fra 2016, en undersøgelse udført af PWC samt en beregning udført på baggrund af historiske data.

Undersøgelserne er foretaget ved at spørge en række investorer om deres skøn over risikopræmie, hvorefter gennemsnittet af disse værdier udgør risikopræmien. Den historiske risikopræmie er beregnet ud fra en antagelse om, at den forventede risikopræmie er enslydende med den historiske risikopræmie.

I den anvendte undersøgelse fra erhvervsstyrelsen vægtes de to metoder med lige stor vægt, hvilket giver en risikopræmie på 4,48%.⁵³

7.1.4 Betaværdien

Betaværdien kan udregnes på forskellige måder. Først er den her beregnet på baggrund af den historiske kovarians mellem den enkelte akties afkast og det samlede afkast på markedet. Det skal noteres, at der ved denne fremgangsmåde bliver dannet et risikomål ud fra historiske data⁵⁴, hvilket

⁵³https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2019-03/Wacc_rapportudkast_til_revidering_af_metoden_for_beregning_af_wacc_0.pdf

⁵⁴ (Sørensen, 2017)

således ikke nødvendigvis kan afspejle fremtiden. Betaværdien beregnet for Pandora er således angivet til 1,51⁵⁵.

Den anden metode er en vurdering ud fra fundamentale faktorer, der gennem analytikers øjne søges at matche de strategiske, fundamentale karakteristika op mod en betaværdi, der afspejler denne risiko. I forbindelse med denne vurdering er det vigtigt at holde sig følgende udgangspunkter for betaværdierne for øje:

Beta = 0	Risikofri investering
$0 < \text{Beta} < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
Beta = 1	Risiko som markedsporteføljen
Beta > 1	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Tabel 13, Beta værdier

Kilde: Sørensen, 2017, side 40

Af ovenstående tabel fremgår, at den beregnede betaværdi for Pandora er i den høje ende i forhold til markedsporteføljen. Det skal midlertidig sammenholdes med situationen med Covid-19, som markedet har været igennem, og de usikkerheder som fulgte, hvilket skabte et stort dyk og efterfølgende kraftige stigninger i aktiekursen.

I forhold til den omfattende fundamentale analyse der er gået forud for denne værdiansættelse, er der ingen grunde til at antage, at denne betaværdi ikke skulle stemme nogenlunde overens med virkeligheden. Der har i den forgangne tid været nogle store udsving, og der er samtidig tilkommet en række nye ubekendte faktorer, som gør det svært at argumentere for mindre risiko.

Således vil udgangspunktet i den kommende beregning af afkastkrav være med en betaværdi på 1,51.

⁵⁵ <https://www.proinvestor.com/aktieanalyser/150/Pandora>

7.1.5 Udregning af ejernes afkastkrav

Gennem beskrivelsen af de enkelte faktorer i de forudgående afsnit er der dannet grundlag for beregning af det samlede afkastkrav, som ejerne stiller til Pandora. Således er der fundet følgende:

$$r_e = 0,005 + 1,51 * (0,0448 - 0,005) = 0,065 = 6,50\%$$

$$r_e = \text{ejernes afkastkrav}$$

$$r_f = 0,5\%$$

$$\beta = 1,51$$

$$E(r_m) = 4,48\%$$

7.2 Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Ud over beregningen af ejernes afkastkrav er der behov for at beregne de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, herefter benævnt som WACC.

Formlen for beregning af WACC inkluderer den i foregående afsnit fundne værdi for ejernes afkastkrav. Formålet er at beregne et afkastkrav på tværs af alle långivere, det være sig navnlig långivere, ejere, minoritetsaktionærer m.fl. Disse værdier beregnes med udgangspunkt i markedspriser, som i dette tilfælde er den markedsværdi, der senere danner basis for analysen.

Formlen for beregning af WACC er:

$$WACC = GA * k_d * (1 - t) + EKA * k_e$$

$$GA = \text{Gældsandel (nettobærende gæld)}$$

$$EKA = \text{Egenkapitalandel}$$

$$k_d = \text{Fremmedkapitalomkostninger (lånerente - lang varighed)}$$

$$t = \text{Den marginale skattesats}$$

$$k_e = \text{Ejerafkastkrav}$$

Beregning af gælds- og egenkapitalandel bliver således foretaget med udgangspunkt i den børssatte markedsværdi, der fremkommer ved antal aktier gange kursværdien. Denne værdi er pr. dags dato, 12. maj 2021, 77,62 mia. DKK.⁵⁶

Gældsandelen, markedsværdien af den nettobærende gæld, er 12,595 mia. DKK. Låneomkostningerne blev tidligere i rapporten fastsat til 2,7% efter skat og den marginale skatteprocent er 22,3%. Ejerafkastkravet blev som bekendt beregnet i foregående afsnit.

$$GA = \frac{12,595}{77,62 + 12,595} = 0,139$$

$$EKA = 1 - GA$$

$$k_d = 2,7\%$$

$$t = 22,3\%$$

$$k_e = 6,5\%$$

$$WACC = 0,139 * 2,7\% * (1 - 0,223) + 0,861 * 6,5\% = 0,05897 = 5,89\%$$

7.3 Værdiberegningen

På baggrund af ovenstående beregninger, kombineret med det forudgående budget, er det muligt at beregne en værdi af Pandora. Dette sker ved at anvende DCF-modellen, der beregner en nutidsværdi af de fremtidige pengestrømme. Således fremkommer der ved hjælp af denne tilgang en værdi pr. aktie, der er som følger:

I mio:	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T
= FCF	3.409	3.393	3.731	3.927	4.177	4.412
WACC / Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,33	
Nutidsværdi af FCF	3.219	3.025	3.142	3.123	3.137	
Sum af nutidsværdi af FCF t.o.m. 2025	15.646					
Terminal værdi						133.151

⁵⁶ <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/pandora/733>

Nutidsværdi af terminalværdi	99.985
Virksomhedsværdi	115.631
Markedsværdi af finansielle forpligtelser	12.595
Værdi af egenkapital	103.036
 Antal aktier	 100
 Aktieværdi	 1.030,36 Kr (Ikke opgjort i mio.)

Den analyserede værdi af Pandora er altså 1.030,36 DKK per aktie. I forhold til aktiekursen onsdag den 5. maj 2021, som er på 743,00DKK,⁵⁷ er Pandora således undervurderet i forhold til markedets værdiansættelse. Forskellen ligger på 287,36 DKK per aktie, hvilket i total markedsværdi til svarer 28,74 mia. DKK.

Ovenstående betyder, at Pandoras markedsværdi er undervurderet i forhold til værdiansættelsen med DCF-modellen. Således er det vigtigt at holde sig for øje, at denne difference ikke er garanti for, at der fremadrettet vil kunne opnås en markedsværdi svarende til den beregnede. Der er heller ikke garanti for et afkast svarende til differencen.

⁵⁷ <https://borsen.dk/investor/aktie/S1043>

8. Følsomhedsanalyse

En værdiansættelse på baggrund af DCF-modellen er baseret på en lang række af antagelser og variabler. Således er inputs i modellen i høj grad genstand for både fortolkning og subjektive synspunkter, hvilket medfører, at en sådan værdiansættelse ikke kan anses som en absolut videnskab, der giver et endegyldigt rigtigt svar på virksomhedens værdi.

I det følgende afsnit vil der blive kigget nærmere på nogle af de variabler, som har størst indflydelse på resultatet og dermed den endelige værdiansættelse. Der vil således blive foretaget beregninger, der viser, hvad udsving kan medføre i henholdsvis den ene og den anden retning.

8.1 Følsomhedsanalyse betaværdi

Betaværdien blev i den foregående beregning ansat til 1,51, hvilket er en risikoprofil et godt stykke over niveauet 1, som svarer til markedsporteføljen. Denne faktor har stor indflydelse på den totale markedsværdi, og er en svær størrelse at ansætte. Således er der her foretaget en beregning på en betaværdi, der svinger hhv. 5, 10 og 15% i forhold til den anvendte værdi i udregningen af værdiansættelsen.

Følsomhedsanalyse - Betaværdi							
Udsving %	-15%	-10%	-5%	0	+5%	+10%	+15%
Betaværdi	1,28	1,36	1,43	1,51	1,59	1,66	1,74
Aktieværdi	1,385,58	1239,97	1133,55	1030,36	942,6	875,91	809,08

Som det fremgår af ovenstående tabel, så er der tale om et interval, der ligger mellem 809,08 og 1385,58 DKK ved en betaværdi på henholdsvis plus og minus 15%. Der kunne på nogle måder argumenteres for, at man på baggrund af antagelsen om et marked, der har samme fremtidsforventninger, som denne rapport er fremkommet med, burde justeres for betaværdi og andre variabler, således at værdien af aktien stemmer overens med markedets værdiansættelse. Således ville man tilgodese den gamle fortælling om, at kursen afspejler al information. På den anden side kan man argumentere for, at markedet er irrationelt, og således kan man forsvare at fremkomme med et andet resultat end den af markedet fastsatte værdi.

8.2 Risikofri rentefølsomhedsanalyse

En anden faktor der er af relativt afgørende betydning for den samlede værdiansættelse, er den risikofrie rente. Således er denne i beregningen sat til 0,5% ud fra en devise om, at renteniveauet i samfundet er meget lavt generelt. I den kommende følsomhedsanalyse vil der blive beregnet eksempler på alternative kursværdier for aktien ved renteniveauer på henholdsvis 0, 1, 1,5 og 2%.

Følsomhedsanalyse - Risikofri rente					
Renteniveau	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
Aktieværdi	959,01	1030,36	1111,58	1204,88	1313,16

Det fremgår af ovenstående tabel, at der ved ændrede renteniveauer, alt andet lige, er et udsving i værdiansættelsen, svarende til et spænd på den enkelte aktiekurs på 959,01 til 1313,16 DKK. Således udgør spændet for aktiekursen – alene på baggrund af renteniveau – den ansete risikofrie rente på 354,15 kroner.

8.3 Justering af fundamentale elementer

Som det fremgik af foregående analyse, blev de vigtigste og mest kritiske elementer for Pandoras økonomiske performance udledt og opsummeret i SWOT analysen. Disse elementer var grundlag for den senere budgettering, der dannede grundlag for beregningen af det frie cash flow, og er dermed skelsættende for værdiansættelsen.

Således blev de to med højest grad af indflydelse set som værende overskudsgrad og omsætning. Omsætningen ser ud til i høj grad at være påvirket direkte af Covid-19-pandemien, som følge af blandt andet nedlukkede butikker, og således kunne man i regnskabet 2020 konkludere en negativ omsætningsvækst.

Overskudsgraden blev mere indirekte påvirket af Covid-19-pandemien. Således var overskudsgraden faldet, med stor sandsynlighed som følge af den øgede investering i sølv, hvilket har fået priserne presset opad. Det skal dog nævnes, at der også i årene før Covid-19s indtræden var en tendens til faldende overskudsgrad.

I det følgende vil der blive lavet en beregning over den totale værdi af Pandora, såfremt omsætningsvæksten var større og overskudsgraden bedre.

8.4 Omsætningsvækst

Følsomhedsanalyse - Omsætningsvækst i terminalåret							
Årlig vækst	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Aktieværdi	713,92	795,41	897,81	1030,36	1208,67	1461,39	1847,36

Af ovenstående tabel fremgår værdiansættelsen, udregnet på enkelt aktiekurs værdi ved forskellige værdier af forventet vækst i terminalperioden. Således er der ikke tale om en ændret vækstforudsætning i de første 5 budgetår, men alene i den periode der udgør terminalperioden, altså efter de første 5 år.

Som det fremgår af tabellen har vækstforventningerne en massiv indflydelse på den totale værdiansættelse. Udsvinget fra 1 til 4%, medfører udsving på 1133,44 DKK fra højest til lavest. Forventningerne til omsætningsvæksten er således afgørende for værdiansættelsen, hvorfor de bør være genstand for egen vurdering ved brug af resultaterne.

8.5 Overskudsgrad

I det oprindelige budget er overskudsgraden varierende og har en positiv udvikling fra første budgetår og frem mod terminalåret. For at beregne forskellige scenarier er det valgt at tage udgangspunkt i, hvordan situationen ville være, hvis overskudsgraden var konstant i samtlige år. Således er der først beregnet en gennemsnitsværdi for overskudsgraden, som den er i det oprindelige budget, hvilket giver en gennemsnitsværdi på 16,6%. Efterfølgende er der foretaget en række beregninger med et interval på 2,5%, startende fra 20% og sluttende på 32,5% overskudsgrad. Det er antageligt muligt for Pandora at opnå en overskudsgrad på over 30% igen, idet en kombination af deres historiske evne til at opnå præcis dette, kombineret med nye og antageligt forbedrede produktionsfaciliteter, bør muliggøre dette på sigt. Således skal der dog gøres opmærksom på, at en række eksterne, makroøkonomiske faktorer også spiller ind, hvilket gør, at Pandora ikke i sig selv besidder værktøjerne til at opnå en sådan overskudsgrad igen. Ser man på værdien af aktien, ses dog en markant forøget værdi ved en overskudsgrad på 32,5% kontra 16,6%.

Følsomhedsanalyse - Overskudsgrad							
Overskudsgrad	16,6%	20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%
Aktieværdi	1030,36	1113,2	1230,78	1348,36	1465,93	1583,51	1701,09

9. Konklusion

Det følger af rapporten, at DCF-værdiansættelsen værdiansætter Pandora højere end markedet. Af beregningerne på baggrund af budgetterne i rapporten fremkom der en beregnet værdi for Pandora på totalt set 103,03 mia. DKK mod en markedsværdi den 5. maj 2021 på 74,3 mia. DKK. Det svarer til, at Pandora totalt set er undervurderet med 28,74 mia. DKK eller omregnet 287,36 kroner pr. aktie. Værdiansættelsen på 103,03 mia. DKK svarer til en aktieværdi pr. aktie på 1030,36 DKK.

Der er ved hjælp af følsomhedsanalysen givet forskellige bud på, hvilke faktorer der er kritiske for at præmisserne for denne værdiansættelse holder. Således ses det blandt andet, at den beregnede værdiansættelse ved en overskudsgrad der tilnærmer sig de historisk bedste præstationer i følsomhedsanalysen på 32,5%, vil fremkomme en aktieværdi pr. aktie på 1701,09 DKK i stedet. Der er endvidere givet andre bud, som belyser påvirkningsgraden af ændrede faktorer.

Det fremgår ligeledes af rapporten, at der gennem den strategiske analyse er lavet en vurdering af, hvilke elementer der forventes at have størst indflydelse på Pandoras økonomiske formåen de kommende år. Disse faktorer blev i rapporten opsamlet i en SWOT-analyse for at forbedre overblikket over faktorerne samt give svar på, hvilke faktorer der kunne påvirkes. De fremkommende faktorer, der i rapporten er anskuet som havende potentielt størst indflydelse, er modens udvikling, råvareprisernes udvikling, Covid-19-pandemiens udvikling, værdien af de strategiske samarbejder, udviklingen i Pandoras detailed og Pandoras evne til at forbedre sin overskudsgrad.

I forhold til ovenstående faktorer fremgik det af opstilling efter SWOT-modellen, at der for flere af faktorerne vedkommende er tale om trusler, der ligger uden for, hvad Pandora har evne til at influere. Dermed er de 3 sidste faktorer, værdien af de strategiske samarbejder, udviklingen i Pandoras detailed og Pandoras evne til at forbedre sin overskudsgrad de faktorer, som virksomheden forventes at kunne påvirke. Det er her fokus bør være, imens de andre elementer i højere grad kræver tilpasning.

Slutteligt blev der i rapporten lavet et opsummerende budget, der indeholder et nominelt bud på, hvordan Pandoras økonomiske performance forventes at udvikle sig i den kommende årrække. Budgettet tager udgangspunkt i de realiserede tal for 2020, hvorefter der på baggrund af en kombination af inputs fra markedsanalyser og de kritiske elementer, der fremkom af den strategiske analyse, laves en fremskrivning for posterne.

Af denne fremgår, at rapporten forventer en omsætningsvækst, der frem mod 2026 bringer Pandoras omsætning op på 22,8 mia. DKK imod 19,5 mia. DKK i 2021. Udviklingen, der er beskrevet i rapporten i både omsætning og andre nøgletal, som den her nævnte overskudsgrad, giver samlet set en udvikling, der giver et forventet, markant forbedret resultat i 2026 på 3,35 mia. DKK imod forventningen på 2,17 mia. DKK i 2021.

Foruden ovenstående er der i rapportens afsnit "*6.2 Samlet budget*" mulighed for at dykke yderligere ned i mere udspecificerede budgetter for perioden 2021-2026.

10. Bibliografi

10.1 Bøger

Andersen, P. V., 2013. *Køb og salg af virksomheder og aktier*. København K: Jurist- og økonomforbundets forlag.

Sørensen, O., 2017. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. 5. udgave red. København: Gjellerup.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, 2003. *'fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele*, Viborg:

Atkinson, A. A., Kaplan, R. S., Matsumura, E. M. & Young, S. M., u.d. *Management Accounting*. Sixth Edition red. Harlow(Essex): Pearson.

Kotler, P. et al., 2016. *Marketing Management*. 3rd edition red. Harlow, England: Pearson.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J., u.d. *Fundamentals of Corporate Finance*. Seventh Edition red. New York(NY): McGraw-Hill Irwin.

Forlaget Columbus, 2021. *Forlaget Columbus*. [Online]

Available at: <https://forlagetcolumbus.dk/boeger/oekonomi-og-eoe/oikos-grundbog-til-samfundsoekonomi/figurer-og-tabeller/>

[Senest hentet eller vist den 16 05 2021].

10.2 Årsrapporter

Pandora A/S Årsrapport, 2017. *Annual report 2017*, Copenhagen: Pandora.

Pandora A/S Årsrapport, 2018. *Annual Report 2018*, Copenhagen: Pandora.

Pandora A/S Årsrapport, 2019. *Annual Report 2019*, Copenhagen: Pandora.

Pandora A/S Årsrapport, 2020. *Annual Report 2020*, Copenhagen: Pandora.

Available at: <https://dk.pandora.net/da/>

10.3 Artikler

A-Finans, 2016. *Pandora, Historien om smykkemærket*. [Online]

Available at: <https://www.a-finans.dk/pandora-historien-smykkemaerke/>

[Senest hentet eller vist den 18 02 2021].

Dansk Mode og Textil, 2019. *dmogt.dk*. [Online]

Available at: <https://www.dmogt.dk/branchenyt/trods-fortsat-vaekst-staar-modebranchen-overfor-store-udfordringer-i-2020>

[Senest hentet eller vist den 14 april 2020].

Petersen, C. V. & Plenborg, T., 2013. *Børsen Ledelse*. [Online]

Available at: <https://borsen.dk/ledelse/handbogsarkiv/okonomistyring/investeringsanalyser-og-finansieltstyring/v230rdians230ttelse-af-virksomheder>

[Senest hentet eller vist den 4 Februar 2021].

10.4 Analyser

Deloitte, 2020. *Global power of luxury goods*, Global: Deloitte.

10.5 Hjemmesider

Ædelmetaller.dk, 2021. *Ædelmetaller*. [Online]

Available at: <https://www.aedelmetaller.dk/soelv/soelvpriser/>

[Senest hentet eller vist den 14 April 2021].

Ædelmetaller.dk, 2021. *Ædelmetaller*. [Online]

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

[Senest hentet eller vist den 14 April 2021].

Finans.dk, 2018. *Gavmild milliardær tjener styrtende på aktieoptur*. [Online]

Available at: <https://finans.dk/erhverv/ECE10512935/gavmild-milliardaer-tjener-styrtende-paa-aktieoptur/?ctxref=ext>

[Senest hentet eller vist den 18 02 2021].

Pandora, Om os

Available at: <https://www.memorablecharms.com/pandora-concept/about-us.html>

[Senest hentet eller vist den 18 02 2021].

11. Bilag

11.1 Bilag 1 – Nøgletal

Beregning af nøgletal

Beløb i mio kr.	2020	2019	2018	2017	2016
Nettoomsætning	19.009	21.868	22.806	22.781	20.281
Resultat af primær drift	2.684	3.829	6.431	7.784	7.404
Finansielle indtægter	316	351	533	198	328
Finansielle omkostninger	507	351	382	315	82
Resultat før skat	2.493	3.829	6.582	7.667	7.650
Aktiver i alt primo	21.571	19.244	17.428	15.085	13.311
Aktiver i alt ultimo	19.984	21.571	19.244	17.428	15.085
Gældsforpligtelse r inkl. hensættelser primo	16.322	12.825	10.914	8.291	7.172
Gældsforpligtelse r inkl. hensættelser ultimo	12.595	16.322	12.825	10.914	8.291
Egenkapital inkl. minoritetsinteresser primo	5.249	6.419	6.514	6.794	6.139

Egenkapital inkl. minoritetsinteresser ultimo	7.389	5.249	6.419	6.514	6.794
---	-------	-------	-------	-------	-------

Beløb i kr.	2020	2019	2018	2017	2016
Gennemsnitlige aktiver	20.778	20.408	18.336	16.257	14.198
Gennemsnitlige gældsforpligtelser	14.459	14.574	11.870	9.603	7.732
Gennemsnitlig egenkapital	6.319	5.834	6.467	6.654	6.467

Beløb i kr.	2020	2019	2018	2017	2016
Resultat af primær drift	2.684	3.829	6.431	7.784	7.404
+ Finansielle indtægter	316	351	533	198	328
I alt	3.000	4.180	6.964	7.982	7.732

	2020	2019	2018	2017	2016
Afkastningsgrad	12,9	18,8	35,1	47,9	52,1
Overskudsgrad	15,8	19,1	30,5	35,0	38,1
Aktivernes omsætningshastighed	0,91	1,07	1,24	1,40	1,43
Gældsrente	3,5	2,4	3,2	3,3	1,1

Egenkapitalens forrentning	39,5	65,6	101,8	115,2	118,3
Gearing	2,29	2,50	1,84	1,44	1,20

	2020	2019	2018	2017	2016
Aktiver primo	21.571	19.244	17.428	15.085	13.311
Aktiver ultimo	19.984	21.571	19.244	17.428	15.085
I alt	41.555	40.815	36.672	32.513	28.396
Gennemsnitlige aktiver	20.778	20.408	18.336	16.257	14.198

	2020	2019	2018	2017	2016
Egenkapital primo	5.249	6.419	6.514	6.794	6.139
Egenkapital ultimo	7.389	5.249	6.419	6.514	6.794
I alt	12.638	11.668	12.933	13.308	12.933
Gennemsnitlige egenkapital	6.319	5.834	6.467	6.654	6.467

Soliditetsgrad	37,0	24,3	33,4	37,4	45,0
----------------	------	------	------	------	------

	2020	2019	2018	2017	2016
Omsætningsak tiver i alt	6.972	6.565	7.549	6.932	5.587

Kortfristede gældsforpligtelse r	9.790	7.846	5.492	4.499	4.082
Likviditetsgrad	71,2	83,7	137,5	154,1	136,9

11.2 Bilag 2 – Budget

	R	S	T	U	V	W	X	Y
1	Resultatopgørelse	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T	
2	Nettoomsætning	19.560	20.128	20.953	21.602	22.272	22.829	
3	Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	2.971	2.957	3.380	3.662	3.960	4.246	
4	Skat på EBIT	663	659	754	817	883	947	
5	Driftsoverskud fra salg efter skat	2.309	2.297	2.626	2.845	3.077	3.299	
6	Andet driftsoverskud efter skat	253	260	271	279	288	295	
7	Samlet driftsoverskud efter skat	2.561	2.557	2.897	3.124	3.365	3.594	
8	Finansielle omkostninger efter skat	392	363	340	294	269	243	
9	Nettooverskud	2.170	2.194	2.557	2.830	3.095	3.351	
10								
11	Balance							
12	Anlægskapital	15691	15466	15450	14877	15054	15150	
13	Arbejdskapital	7953	7839	7831	7540	7630	7679	
14	Netto driftsaktiver	21.495	21.187	21.164	20.380	20.622	20.753	
15								
16	Netto finansielle forpligtelser	14.402	13.348	12.487	10.801	9.899	8.924	
17	Egenkapital	7.093	7.839	8.677	9.578	10.724	11.829	
18	Samlet finansiering	21.495	21.187	21.164	20.380	20.622	20.753	
19								
20	Pengestrømme							
21	Samlet driftsoverskud	2.561	2.557	2.897	3.124	3.365	3.594	
22	- D Netto driftsaktiver	847	835	834	803	813	818	
23	= FCF	3.409	3.393	3.731	3.927	4.177	4.412	
24	Gældsfinansiering	2.198	-691	-521	-1.392	-633	-732	
25	Nett dividende	2.465	1.449	1.719	1.929	1.950	2.246	
26	Samlet finansiering	4.664	758	1.198	537	1.317	1.514	
27								
28	I mio:	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T	
29	= FCF	3.409	3.393	3.731	3.927	4.177	4.412	
30	WACC / Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,33		
31	Nutidsværdi af FCF	3.219	3.025	3.142	3.123	3.137		
32	Sum af nutidsværdi af FCF t.o.m. 2025	15.646						
33	Terminal værdi						133.151	
34	Nutidsværdi af terminalværdi	99.985						
35	Virksomhedsværdi	115.631						
36	Markedsværdi af finansielle forpligtelser	12.595						
37	Værdi af egenkapital	103.036						
38								
39	Antal aktier	100						
40	Aktieværdi	1.030,36 kr.						
41								
42								
43	WACC / Diskontering i %	6%	12%	19%	26%	33%		
44	Vækstfaktori terminalperioden						1,025	
45	Diskonteringsfaktor	1,06	0,058965					
46								
47								
48	Ejernes afkastkrav	0,065098	7%		Gældsand	0,139	WACC	0,058965
49	Risikofri rente	0,5			Egenkapit	0,861		
50	Beta	1,51			Fremmede	0,027		
51	Forventet afkast ved investering i markedet	4,48			Skattesats	0,223		
52	Markedets risikopræmie	3,98			Afkastkrav	0,065098		
53								

	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
1									
2	Finansielle drivere	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T		
3	Salgsvækstrate	2,9%	2,9%	4,1%	3,1%	3,1%	2,5%		
4	Primo arbejdskapital/salg	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37		
5	Primo anlægskapital/salg	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73		
6	EBIT-Margin	15,19%	14,69%	16,13%	16,95%	17,78%	18,60%	0,165566667	
7	Effektiv skatteprocent på EBIT	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%		
8	Andet driftsoverskud efter skat/salg	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%		
9	NFF/NDA	0,67	0,63	0,59	0,53	0,48	0,43		
10	Efter-skud rente	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%		
11									
12									
13	Omsætning år 2020 / år 0	19009							
14									
15									
16	År		2021	2022	2023	2024	2025	2026	
17	Aktivernes omsætningshastighed		0,91	0,95	0,99	1,06	1,08	1,1	
18	Forventet omsætning		19.560	20.128	20.953	21.602	22.272	22.829	
19	Netto driftsaktiver		21.495	21.187	21.164	20.380	20.622	20.753	
20									
21	År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
22	NFF Forventet andel	1	0,67	0,63	0,59	0,53	0,48	0,43	
23									
24	År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
25	NFF		14.402	13.348	12.487	10.801	9.899	8.924	
26									
27		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
28	EK	7.389,00	7.093,28	7.839,13	8.677,40	9.578,37	10.723,53	11.829,44	
29	Udbytte		2.465,35	1.448,51	1.718,80	1.929,37	1.950,20	2.245,53	
30									
31									
32									
33	År	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
34	Forventet udvikling i gearing	2,2	2,08	1,96	1,84	1,72	1,6		
35									
36									
37									

11.3 Bilag 3 - Formler

	R	S	T	U	V	W	X	Y
1	Resultatopgørelse	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026T	
2	Nettoomsætning	=J13*(1-J3)	=S2*(1-K3)	=T2*(1-L3)	=U2*(1-M3)	=V2*(1-N3)	=W2*(1-O3)	
3	Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	=S2*J6	=T2*K6	=U2*L6	=V2*M6	=W2*N6	=X2*O6	
4	Skat på EBIT	=J7*S3	=K7*T3	=L7*U3	=M7*V3	=N7*W3	=O7*X3	
5	Driftsoverskud fra salg efter skat	=S3-S4	=T3-T4	=U3-U4	=V3-V4	=W3-W4	=X3-X4	
6	Andet driftsoverskud efter skat	=S2*J8	=T2*K8	=U2*L8	=V2*M8	=W2*N8	=X2*O8	
7	Samlet driftsoverskud efter skat	=S5+S6	=T5+T6	=U5+U6	=V5+V6	=W5+W6	=X5+X6	
8	Finansielle omkostninger efter skat	=S16*J10	=T16*K10	=U16*L10	=V16*M10	=W16*N10	=X16*O10	
9	Nettooverskud	=S7-S8	=T7-T8	=U7-U8	=V7-V8	=W7-W8	=X7-X8	
10								
11	Balance							
12	Anlægskapital	=S14*J5	=T14*K5	=U14*L5	=V14*M5	=W14*N5	=X14*O5	
13	Arbejdskapital	=S14*J4	=T14*K4	=U14*L4	=V14*M4	=W14*N4	=X14*O4	
14	Netto driftsaktiver	=K19	=L19	=M19	=N19	=O19	=P19	
15								
16	Netto finansielle forpligtelser	=K25	=L25	=M25	=N25	=O25	=P25	
17	Egenkapital	=K28	=L28	=M28	=N28	=O28	=P28	
18	Samlet finansiering	=S16+S17	=T16+T17	=U16+U17	=V16+V17	=W16+W17	=X16+X17	
19								
20	Pengestrømme							
21	Samlet driftsoverskud	=S7	=T7	=U7	=V7	=W7	=X7	
22	- D Netto driftsaktiver	=S12*0,054	=T12*0,054	=U12*0,054	=V12*0,054	=W12*0,054	=X12*0,054	
23	= FCF	=S21+S22	=T21+T22	=U21+U22	=V21+V22	=W21+W22	=X21+X22	
24	Gældsfinansiering	=S8-(12595-S16)	=T8-(S16-T16)	=U8-(U16-U16)	=V8-(U16-V16)	=W8-(V16-W16)	=X8-(W16-X16)	
25	Nettodelvidende	=S9-(S17-J28)	=T9-(T17-T17)	=U9-(U17-U17)	=V9-(V17-V17)	=W9-(W17-W17)	=X9-(X17-X17)	
26	Samlet finansiering	=SUM(S24-S25)	=SUM(T24-T25)	=SUM(U24-U25)	=SUM(V24-V25)	=SUM(W24-W25)	=SUM(X24-X25)	
27								
28	I mio:	=S1	=T1	=U1	=V1	=W1	=X1	
29	=R23	=S23	=T23	=U23	=V23	=W23	=X23	
30	WACC / Diskonteringsfaktor	=S45	=S30*S30	=T30*S30	=U30*S30	=V30*S30	=W30*S30	
31	Notidsværdi af FCF	=NUTIDSVÆRDI(S43-S29)	=NUTIDSVÆRDI(T	=NUTIDSVÆRDI(U	=NUTIDSVÆRDI(V	=NUTIDSVÆRDI(W		
32	Sum af notidsværdi af FCF t.o.m. 2025	=SUM(S31-W31)						
33	Terminal værdi						=X29*X44/(T45-(X44-1))	
34	Notidsværdi af terminalværdi	=NUTIDSVÆRDI(W43-X33)						
35	Virksomhedsværdi	=S34+S32						
36	Markedsværdi af finansielle forpligtelser	=B36						
37	Værdi af egenkapital	=S35-S36						
38								
39	Antal aktier	100						
40	Aktieværdi	=S37/S39						
41								
42								
43	WACC / Diskontering i %	=T45	=T30-1	=U30-1	=V30-1	=W30-1		
44	Vækstfaktor terminalperioden						1,025	
45	Diskonteringsfaktor	=T45+1	=Y48					
46								
47								
48	Ejernes afkastkrav	=(S49/100)+S50*((S51/100))	=S48		Gældsandel	0,139	WACC	=W48*W50*(1-W51)+W49*W52
49	Risikofri rente	0,5			Egenkapitalandel	=1-W48		
50	Beta	1,51			Premiedomkostning	0,027		
51	Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen	4,48			Skattesats	0,223		
52	Markedets risikopræmie	=S51-S49			Afkastkrav	=S48		
53								
54								

	I	J	K	L	M	N	O	P
1	Finansielle drivere	=B1	=C1	=D1	=E1	=F1	=G1	
2	Salgsvekstrate	=Ark1*Q9/100	=Ark1*R9/100	=Ark1*S9/100	=Ark1*T9/100	=Ark1*U9/100	=Ark1*V9/100	
3	Primo arbejdskapital/salg	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	
4	Primo anlægskapital/salg	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	
5	EBIT-Margin	0,1519	0,1469	0,1613	0,1695	0,1778	0,186	=SUM(J6:O6)/6
6	Effektiv skatteprocent på EBIT	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223	0,223	
7	Andet driftsoverskud efter skat/salg	=B6/B2	=C6/C2	=D6/D2	=E6/E2	=F6/F2	=G6/G2	
8	NFT/NDIA	=Ark1*S20/Ark1*S17	=Ark1*T20/Ark1*T17	=Ark1*U20/Ark1*U17	=Ark1*V20/Ark1*V17	=Ark1*W20/Ark1*W17	=Ark1*X20/Ark1*X17	
9	Efter skat rente	=3,5%*(1-J7)	=3,5%*(1-K7)	=3,5%*(1-L7)	=3,5%*(1-M7)	=3,5%*(1-N7)	=3,5%*(1-O7)	
10								
11								
12	Omsætning år 2020 / år 0	19009						
13								
14								
15								
16	År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
17	Aktivernes omsætningshastighed:	=0,91+A,147		0,95	0,99	1,06	1,08	1,1
18	Forventet omsætning	=S2	=T2	=U2	=V2	=W2	=X2	
19	Netto driftsaktiver	=K18*(1-K17)	=L18*(1-L17)	=M18*(1-M17)	=N18*(1-N17)	=O18*(1-O17)	=P18*(1-P17)	
20								
21	År	2020	=K16	=L16	=M16	=N16	=O16	=P16
22	NFT Forventet andel	0,63	0,67	0,63	0,59	0,53	0,48	0,43
23								
24	År	2020	=K21	=L21	=M21	=N21	=O21	=P21
25	NFT		=K19*K22	=L19*L22	=M19*M22	=N19*N22	=O19*O22	=P19*P22
26								
27		=J21	=K21	=L21	=M21	=N21	=O21	=P21
28	EK	7389	=K19-K25	=L19-L25	=M19-M25	=N19-N25	=O19-O25	=P19-P25
29	Udbytte		=S9-(K28-J28)	=T9-(L28-K28)	=U9-(M28-L28)	=V9-(N28-M28)	=W9-(O28-N28)	=X9-(P28-O28)
30								
31								
32								
33	År	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
34	Forventet udvikling i gearing	2,2	=J34-0,12	=K34-0,12	1,84	=M34-0,12	=N34-0,12	
35								
36								
37								
38								