

HD. 2. del studiet i Regnskab & Økonomi
Aalborg Universitet
8. semester 2013



PANDÖRA

Værdiansættelse af Pandora A/S

Opgaveløsere

Janni Holm Jørgensen
Line Christensen

Vejleder

Per Vestergaard Andersen

Executive summary

Af Line Christensen

Pandora is a Danish jewelry company who designs, manufactures and distributes jewelry at affordable prices. Since the company was established it has experienced a high growth. Particularly in the last few years and in October 2010 Pandora went public on the Danish stock exchange. Since then Pandora has decreased significantly in value and the share price has been very fluctuating. Therefore the primary purpose of this thesis has been to clarify, whether the market value of the share at 31 December 2012 was priced properly or it was over- or undervalued by the market.

To be able to answer this question we have divided the thesis into five parts. First we introduced Pandora by telling the history of the company. The second part is a strategic analysis where the focus has been on determining the strengths, weaknesses, opportunities and threats of Pandora. Third we analyzed Pandoras financial performance from a historical perspective. The two previous chapters led to an estimate of a forecast of the value drivers and on basis of this, we were able to determine the free cash flow and finally able to make the valuation of Pandora and the price of the share. In the last part we made a scenario- and sensitivity analysis of the findings.

In the strategic analysis we have been focusing on both internal and external situation of Pandora, as well as the characteristics of the industry. We find that Pandora is one of the leading manufacturers of charms bracelets and the third largest jewelry company in the world. Pandora also has a strong brand, which they are very dependent on, and they have a set of well-defined goals. It is very important to Pandora that they are working ethically correct and have a good working environment, which for example is illustrated by the CSR implementation. This also strengthens the brand of Pandora. However Pandora is very dependent on the sale of their charms collection and it can have very large consequences if the consumer behavior changes and Pandora do not have a new and strong product portfolio ready to take over. Overall the competition on the jewelry market is high, due to a lot of competitors in the international and national market. Also the prices on gold and silver is very important, because an increase in the prices can not result in higher prices to the consumers, when Pandora wants to be in the segment Affordable luxury, why it leads to lower profit margins.

In the financial analysis the focus was on the financial drivers influencing Pandora. It was carried out by a profitability analysis. It shows that Pandora has a good profitability. Until 2010 there has been a growth in ROIC but in the last two years there has been a decline, which mostly is because of a decline in the profit ratio, which has been influenced of the higher prices on gold and silver and



an unsuccessful pricing strategy. However they have tried to adjust this during 2012. In ROE there has also been a decline since 2010 but still Pandora is at a good level.

Based on the two analyses above, the budget of the future free cash flow for Pandora was estimated for a period of seven years and a terminal period. After this the DCF valuation model was used to discount free cash flow of Pandora to the present value with the discounting factor, also called WACC, at 7,13 %. Hereby the value of Pandora was calculated to be 22.265 million DKK. With a total number of outstanding shares of 130.143.258, the share price was estimated to be DKK 171,08.

The scenario and sensitivity analyses of the estimated stock price revealed, that the price estimate is depending a lot on the WACC and the prepared budget variables. Therefor the price is extremely sensitive especially to changes in the different elements in WACC, but the share price is also very sensitive for changes in revenue growth.

On the basis of our valuation, we find that Pandora share price at the 31 December 2012 was undervalued by the market, because the official share price was at DKK 124,50. At the same time we have to mention that there can be some uncertainty to our estimate, and maybe we have been too optimistic, even though the price of the share is very close to our estimated price in the end of April 2013.

Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	2
1. Indledning	7
2. Problemformulering	8
3. Metode	8
4. Afgrænsning.....	10
5. Virksomhedsbeskrivelse	12
5.1 Mission og vision	13
5.2 Kapital og ejerforhold	14
5.3 Produkter	14
5.4 Markeder	15
5.5 Økonomi.....	17
5.6 Forventninger til fremtiden	17
6. Strategisk analyse.....	19
6.1 Intern analyse af Pandora	19
6.1.1 Shared values: Virksomhedens fælles værdier	20
6.1.2 Strategy: Strategi, der er valgt til at skabe konkurrenceevne	21
6.1.3 Structure: Organisations struktur.....	23
6.1.4 Systems: Procedurene, der får virksomheden til at arbejde og fungere	25
6.1.5 Style: Ledelsesstil	26
6.1.6 Staff: Medarbejderne, som må ansættes, udvikles og motiveres.....	27
6.1.7 Skills: Interne ressourcer, færdigheder/kompetancer og kapabiliteter.	30
6.1.8 Opsamling på intern analyse af Pandora	33
6.2 Ekstern analyse af Pandora.....	34
6.2.1 Forhold i omverdenen der kan påvirke Pandora.....	35
6.3 Konkurrent- og branche analyse af Pandora	43
6.3.1 Konkurrencen/rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen.....	44
6.3.2 Truslen fra nye indtrængere.....	46
6.3.3 Truslen fra substituerende produkter	48
6.3.4 Kundernes forhandlingsstyrke	49
6.3.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke	51
6.3.6 Opsamling på konkurrent- og brancheanalyse af Pandora	52
6.4 SWOT-analyse af Pandora	53

6.4.1 Styrker.....	53
6.4.2 Svagheder	56
6.4.3 Muligheder.....	57
6.4.4 Trusler.....	57
7. Regnskabsanalyse	60
7.1 Vurdering af Pandoras regnskabspraksis og revisorpåtegning.....	60
7.1.1 Revisorpåtegningen	60
7.1.2 Regnskabspraksis.....	61
7.2 Reformulering af Pandoras balance	62
7.3 Reformulering af Pandoras resultatopgørelse	64
7.4 Nøgletalsanalyse af Pandora	65
7.4.1 ROE – return on equity – egenkapitalforrentningen.....	66
7.4.2 ROIC – return on invested capital – afkastgraden – niveau 1	67
7.4.3 OG – overskudsgraden – niveau 2.....	67
7.4.4 AOH – omsætningshastighed – niveau 2.....	68
7.4.5 FGEAR – niveau 1.....	68
7.4.6 SPREAD – niveau 1	69
7.4.7 Analyse af overskudsgraden – niveau 3	70
7.4.8 Analyse af omsætningshastigheden – niveau 3	71
7.4.9 Opsamling af regnskabsanalyse.....	72
8. Værdiansættelse	74
8.1 Budgettering	74
8.1.1 Budgetperiodens længde.....	74
8.1.2 Budgettering af omsætningsvækst / salgsvækst	75
8.1.3 Budgettering af AOH.....	76
8.1.4 Budgettering af OG fra salg.....	77
8.1.5 Budgettering af den effektive skatteprocent	78
8.1.6 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat.....	78
8.2 Fastsættelse af WACC.....	79
8.2.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen	79
8.2.2 Ejernes afkastkrav.....	81
8.2.2.2.1 Egenkapitalgearing.....	86
8.2.3 Långivernes afkastkrav	88

8.2.4 Beregning af WACC for Pandora.....	89
8.3 Værdiansættelse af Pandora	90
9. Scenarieanalyse.....	93
9.1 Best case-scenariet	93
9.2 Worst case-scenariet.....	94
10. Følsomhedsanalyse	96
11. Konklusion	99
12. Litteraturliste.....	102
Bøger	102
Internetsider.....	102
Artikler	103
Årsrapporter.....	103
Diverse.....	103
Bilag 1- Reformulering af balancen.....	104
Bilag 2 - Reformulering af resultatopgørelsen.....	105
Bilag 3 – Nøgletalsberegning.....	106
Bilag 4 - Budgettering.....	109
Bilag 5 - Beta værdi Pandora	110
Bilag 6 - Beta værdi Tiffany	111
Bilag 7 - Rating af Pandora.....	112

1. Indledning

Af Line Christensen

På verdensplan opererer Pandora i mere end 65 lande og smykkevirksomheden, som både designer og fremstiller smykker, er blandt verdens største. Gennem næsten 30 år har de fremstillet smykker til overkommelige priser, hvilket gør at de har en del erfaring¹. I 2008 blev Pandora opkøbt af kapitalfonden Axcels og først her blev Pandora til den koncern, som eksisterer i dag.

Som resultatet af den efterfølgende store vækst, blev Pandora i 2010 noteret på den danske fondsbørs med en udbudskurs på 210 danske kroner. Allerede da var der delte meninger om, hvorvidt prisen var sat for højt i forhold til de fremtidige forventninger til virksomheden. Aktien blev hurtigt populær blandt investorerne, hvorfor kursen steg væsentligt. I 2011 måtte Pandora dog foretage en kraftig nedjustering af forventningerne til resultatet, hvilket medførte, at aktien faldt med 73 % fra niveauet ved Pandoras børsnotering i 2010². Faldet medførte megen nervøsitet omkring virksomheden og spørgsmålene om, hvorvidt der var givet forkerte forventninger til investorerne ved børsintroduktionen opstod. Dette bevirkede massiv omtale i medierne og direktøren blev afskediget, da holdningen fra flere sider var, at de burde have nedjusteret deres forventninger til resultatet tidligere³.

Risiko er noget, der ofte præger aktiemarkedet. En akties kurs bør i teorien afspejle virksomhedens værdi, men i praksis påvirkes aktiekursen dog af flere forhold. Blandt andet kan rygter om virksomhedens formåen samt virksomhedens forventninger til fremtiden påvirke kursen, hvormed aktiekursen ikke nødvendigvis afspejler den værdi, virksomheden reelt har. Dermed er der flere forhold, som en potentiel investor skal have for øje, når de overvejer at investere i en virksomhed.

Den kraftige nedjustering Pandora foretog i 2011, medførte stor usikkerhed omkring Pandora og dens formåen, hvorfor de også står overfor nogle udfordringer i fremtiden. Ydermere gør Pandoras korte og turbulente tid på aktiemarkedet det svært for investorer at gennemskue, hvorvidt Pandora er en interessant virksomhed at investere i. Hvilken værdi har Pandora reelt, og er den nuværende aktiekurs sat for højt eller lavt? En dybdegående analyse af Pandoras strategiske og økonomiske

¹http://www.pandoragroup.com/en/Media/Pandora_In_Brief/~/media/Files/Corporate/PDF/Pandora%2030years_WEB.ashx – 17.02.13

² <http://www.business.dk/detailhandel/axcel-chefen-ja-vi-har-brudt-tilliden> - 17.02.13

³ Årsrapport 2012 – Pandora, side 9

udvikling er derfor nødvendig. Endvidere bør fremtidsudsigterne i branchen generelt, men i særdeleshed for Pandora kortlægges.

Ovenstående leder os til følgende problemformulering.

2. Problemformulering

Af Line Christensen og Janni Holm Jørgensen

Siden 2010, hvor Pandora blev børsnoteret, har deres aktiekurs været meget svingende. Det findes derfor relevant igennem en værdiansættelse af Pandora at undersøge om:

Pandoras aktuelle markedskurs per 31.12.12 er over eller undervurderet?

For at kunne besvare ovenstående er det nødvendigt at foretage en strategisk analyse af Pandora, samt en regnskabsanalyse, som belyser deres økonomiske udvikling. Derfor udledes følgende underspørgsmål:

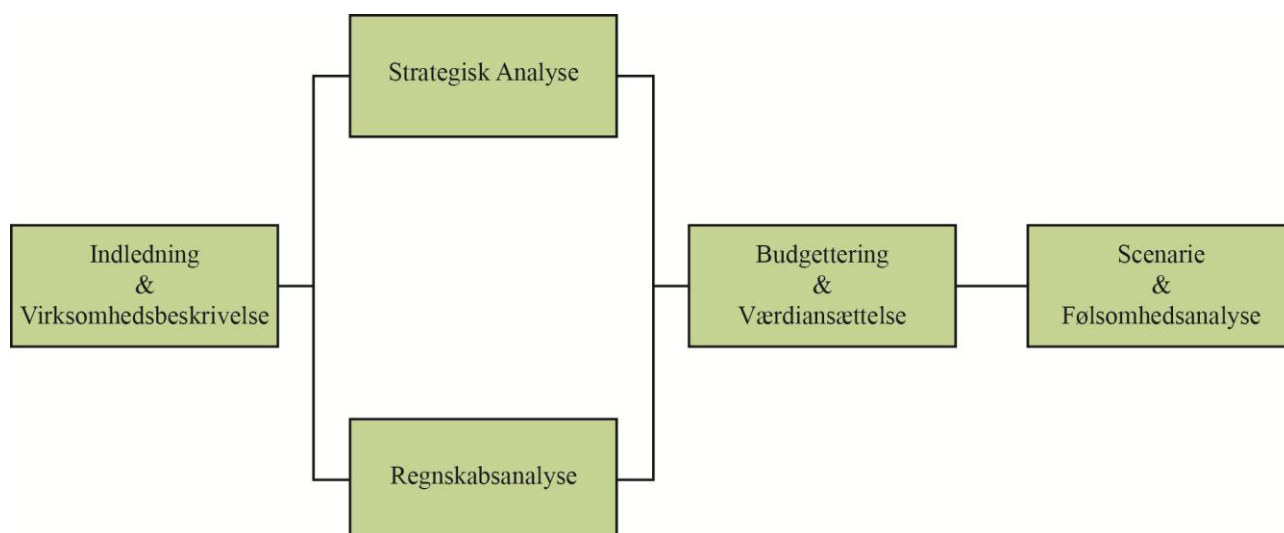
- *Hvilke interne og eksterne forhold påvirker Pandora?*
- *Hvordan er Pandoras markedsposition?*
- *Hvordan har Pandoras økonomiske udvikling været de seneste 5 år?*
- *Hvilke faktorer kan påvirke Pandoras aktiekurs?*

3. Metode

Af Line Christensen og Janni Holm Jørgensen

Denne rapport omhandler en værdiansættelse af Pandora, som er udarbejdet på baggrund af opgavestrukturen i nedenstående Figur 1.

Først foretages en indledning samt virksomhedsbeskrivelse. Dernæst en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, som skal danne grundlag for budgetteringen samt værdiansættelsen. Sluttelig foretages en scenarie og følsomhedsanalyse.



Figur 1: Opgavestruktur⁴

Opgaven indledes med en beskrivelse af Pandora ud fra deres hjemmesider, årsrapporter samt børsprospekt. Dette for at give læseren en viden om, hvilken virksomhed opgaven omhandler.

Herefter føres opgaven over i den strategiske analyse, som er udarbejdet på baggrund af kvalitative data. Først indledes der med en intern analyse ud fra metoden McKinsys 7s model, som omhandler virksomhedens interne forhold. Ud fra denne analyse, vil vi vurdere Pandoras interne styrker og svagheder. Herefter foretages en analyse af Pandoras eksterne forhold ud fra PESTEL analysen, hvor der ses på Pandoras muligheder og trusler i forhold til omverdenen, samt hvilke forhold de må indpasse sig under. Efterfølgende foretages der en konkurrent- og brancheanalyse af Pandora, for at finde frem til Pandoras markedsposition. Hertil anvendes teorien fra Porters Five Forces. Sluttelig opsamles alle tre analyser i en SWOT-analyse, hvor styrker, svagheder, muligheder og trusler fremgår. Til brug i alle analyserne er der benyttet Pandoras årsrapporter, hjemmesider, diverse artikler samt børsprospektet.

Dernæst foretages en reformulering af Pandoras resultatopgørelse samt balance for årene 2008-2012 på baggrund af årsrapporterne for disse år. Dette udføres for at fjerne regnskabsmæssig støj fra resultatopgørelse og balancen. Hermed opnår vi en mere retvisende nøgletalsanalyse af Pandora i det efterfølgende, som skal være med til at give et historisk indblik i Pandoras økonomiske situation. Nøgletalsanalysen foretages med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model.

Ovenstående strategiske analyse samt regnskabsanalyse danner hermed grundlag for vores fremtidige budgettering af Pandora, hvortil vores samt Pandoras egne forventninger også har

⁴ Kilde: Egen tilvirkning

indflydelse. Budgetteringen skal danne grundlag for selve værdiansættelsen af Pandora. Herefter fastsættes diskonteringsfaktoren, til brug for værdiansættelsen. Denne faktor fastsættes på baggrund af et vægtet gennemsnit mellem egenkapitalafkastkravet og renten på fremmedkapital, hvilket også benævnes WACC'en. Alt dette udmunder i selve værdiansættelsen af Pandora, som er foretaget ved hjælp af DCF modellen. Formålet er at finde kursen for Pandora pr. 31.12.2012, og sammenligne den med den officielle kurs pr. 31.12.2012.

Sluttelig foretages en scenarie analyse af omsætningsværdidriveren og EBIT-marginen, for at undersøge et best og worst case-scenarie af Pandora, og dermed komme frem til, hvordan disse drivere kan påvirke aktiekursen. Ligeledes foretages en følsomhedsanalyse af Pandora for at vurdere, hvordan ændringer i WACC'en og vækstraten kan påvirke aktiekursen.

Kapitel 7 og 8 regnskabsanalyse og værdiansættelse er hovedsagligt udarbejdet på baggrund af teorien fra Jens O. Elling og Ole Sørensen bog ” Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”. Derudover er også Per Vestergaard Andersens bog ”Køb og salg af virksomheder og aktier” benyttet, især i afsnittet omkring WACC'en.

4. Afgrænsning

Af Line Christensen og Janni Holm Jørgensen

I afsnittet regnskabsanalyse laver vi en reformulering af resultatopgørelsen og balancen. Tidligere har man også gjort det af egenkapitalen, men da børsnoterede virksomheder fra 1. januar 2009 skal lave en separat totalindkomstopgørelse, vurderes reformulering af egenkapitalopgørelsen ikke længere at være aktuel, og vi har derfor afgrænset os fra at lave denne⁵.

Nøgletalsanalysen er lavet med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, hvor rentabiliteten og risikoen analyseres. Vi har derfor afgrænset os fra at udregne yderligere nøgletal, dog med undtagelse af soliditetsgraden, da DuPont-modellen indeholder de mest relevante.

Vedrørende kapitlet om fastsættelse af WACC'en, har vi afgrænset os fra problemstillingen mellem dansk og amerikansk WACC, og benytter i opgaven derfor kun den danske WACC, da den amerikanske WACC kan være misvisende, hvis ikke alle investorer er underlagt det amerikanske dobbeltbeskatningssystem⁶.

⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 14

⁶ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013, side 44



Værdiansættelsen kan foretages ud fra flere forskellige typer værdiansættelsesmodeller. Vi har afgrænset os til at foretage værdiansættelsen ud fra DCF modellen, da vi vurderer at denne model giver de mest retvisende værdier, samtidig med den oftest er anvendt i praksis.

I afsnittet om scenarieanalysen har vi afgrænset os til kun at ændre på to faktorer, omsætningen, som dermed også påvirker EBIT-marginen. Vi kunne have valgt at ændre flere parametre, men har afgrænset os herfra, da det ville fylde en meget stor del af opgaven, hvis vi undersøgte alle tænkelige parametre.

5. Virksomhedsbeskrivelse

Af Janni Holm Jørgensen

I 1982 åbnede den danske guldsmed Per Enevoldsen og hans hustru Winnie en juvelerbutik i København, som senere blev til Pandora.

I begyndelsen rejste Per Enevoldsen og Winnie til Thailand, hvor de fandt smykker til import. Efterhånden blev deres varer mere og mere efterspurgt, hvorfor de ændrede retning til engroshandel med kunder i Danmark.

I 1987 flyttede virksomheden til et større domicil, samtidig med de ansatte deres første interne designer, hvorefter Pandora begyndte at fokusere på egne smykker. Blot to år efter i 1989 startede Pandora sin egen fremstilling af smykker i Thailand.

Pandoras helt store gennembrud kom i år 2000 med lanceringen af charm-armbåndskoncept, som er et armbånd, hvortil man kan købe lede med forskellige motiver. Dette koncept tog forbrugerne godt imod, hvorefter efterspørgslen efter Pandoras produkter steg, hvilket gjorde at de i 2003 kom ind på markedet i USA, som i dag er Pandoras største marked, samt Australien og Tyskland i 2004.

Denne store fremgang for Pandora gjorde, at de ønskede at forøge produktionskapaciteten, og købte derfor i 2005 et stort fabrikationsanlæg på 6 etager i Thailand, som stadig den dag i dag er en central del af produktionen. I 2008 åbnede Pandora endnu et fabrikationsanlæg i samme område, som det store i 2005, og blot to år efter i 2010 åbnede de deres tredje og fjerde fabrikationsanlæg også i samme område⁷. I slutningen af 2011 åbnede Pandora deres femte produktionsanlæg, og har i dag et produktionsareal på i alt 30.110 kvadratmeter⁸.

Den 5. oktober 2010 blev Pandora børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen med en udbudskurs på 210 kr. pr. aktie.⁹ Pandora var med i OMXC20-indekset i juni 2012, og er også med i indekset over de 20 mest omsatte aktier i perioden december 2012 til juni 2013¹⁰.

I januar 2012 fik Pandora en påtale fra finanstillsynet. Ifølge finanstillsynet havde Pandora ikke informeret i rette tid, om at de ikke kunne indfri de tidligere udmeldte forventninger til en

⁷ <http://www.pandora.net/da-dk/pandora-company/about-pandora/the-pandora-story> - 24-02-13

⁸ Børsprospekt, side 64+65

⁹ Årsrapport 2010, side 8

¹⁰ Årsrapport 2012, side 31

omsætningsvækst på 30 % for 2011. Sagen er på nuværende tidspunkt overgivet til politiet. Pandora selv mener de har handlet korrekt og har meddelt det rettidigt¹¹.

Pandora sælger i dag sine smykker i mere end 70 lande, som er fordelt på seks kontinenter gennem 10.300 forhandlere, hvoraf konceptbutikker udgør ca. 900 stk. På verdensplan beskæftiger Pandora over 6.000 medarbejdere, heraf er de 4.000 ansat i produktionsafdelingen i Thailand¹².

5.1 Mission og vision

Pandoras mission er at tilbyde kvinder i hele verden moderne, ægte, håndlavede smykker, som er udarbejdet i en høj kvalitet, men samtidig også kan købes for overkommelige priser. Dermed vil Pandora være med til at inspirere kvinder til at udtrykke deres individualitet.

Smykkeporteføljen vil Pandora hele tiden udvikle i samarbejde med deres kerneværdier; overkommelig, luksus, moderne design samt en personlig historiefortælling.

Visionen er at bliver verdens mest anerkendte smykke mærke¹³. Derfor er følgende mål blevet sat på kort og mellemlang sigt¹⁴:

- Fokus på Pandora brandede salgskanaler
- Udnytte deres produktudbud
- Skræddersy deres tilgang til nye geografiske markeder
- Opbygge/videreudvikle et globalt brand¹⁵

For at Pandora kan opnå de fremtidige mål, afhænger det af deres brand og omdømme. Deres brandstrategi er at tiltrække, engagere og fastholde kunder i deres brandede salgskanaler, og samtidig påvirke salget i brandbutikkerne gennem digitale medier¹⁶.

Pandora bygger deres virksomhedskultur på tre kerneværdier: ”Pride, Passion og Performance”, samt den måde værdierne udledes og fortolkes på¹⁷. Pandora har og vil fortsætte med at opbygge

¹¹ Årsrapport 2012, side 9

¹² <http://www.pandora.net/da-dk/pandora-company/about-pandora> 24-02-13

¹³ <http://www.pandora.net/da-dk/pandora-company/about-pandora/the-pandora-story> 24.02.13

¹⁴ <http://investor.en.pandora.net/competence.cfm> - 05.03.13

¹⁵ Punkterne uddybes i den interne analyse af Pandora

¹⁶ Årsrapport 2012, side 18

¹⁷ Årsrapport 2012, side 21

deres brand indenfor segmentet ”Affordable Luxury” – luksus til overkommelige priser¹⁸, hvor deres målgruppe er kvinder mellem 25 og 50 år¹⁹.

Pandora arbejder meget med deres CSR-strategier/politikker, som definerer deres standarder indenfor menneskerettigheder, arbejdsbetingelser, miljøpåvirkning, virksomhedsetik og leverandørstandarder. Pandora har en CSR-vejledning for både medarbejdere og samarbejdspartnere. CSR-initiativerne omhandler ansvarligt indkøb, forarbejdning og handel med smykker²⁰²¹.

5.2 Kapital og ejerforhold

Per 31. december 2012 ejede Prometheus Invest ApS (tidligere Pandora Invest ApS) 50,49 % af aktiekapitalen i Pandora, og er dermed deres største aktionær²². Andre store aktionærer er institutionelle aktionærer i hovedsagligt Danmark, USA og Storbritannien. Derudover har Pandora også en stor del private aktionærer i Danmark²³.

5.3 Produkter

Pandora blev især kendt for deres armbånd, hvor der fås forskellige ”charms” (led) til. I dag kan man få over 600 forskellige slags charms²⁴. Derudover sælger de øreringe, halskæder og vedhæng, ringe og ure. Herudover har Pandora også forsøgt sig med distribution af solbriller i 2010, hvor produktionen heraf var outsourcet²⁵.

Pandoras produkter er håndforarbejde og moderne smykker, som hovedsagligt er fremstillet af ægte materialer, så som solid sterling sølv, 14k eller 18k guld, ædelstene, sten, kulturperler, glas og træ²⁶. Deres smykker bliver fremstillet i Gemopolis uden for Bangkok i Thailand²⁷.

Pandora leverer syv kollektioner om året, men med mindre nye designs end før. De mener, at ofte og mindre leverancer er med til at mindske risikoen for oparbejdning af store lagre ved

¹⁸ Årsrapport 2012, side 18

¹⁹ Børsprospekt, side 49

²⁰ CSR politikkerne uddybes mere i den interne analyse

²¹ Årsrapport 2011, side 22

²² Årsrapport 2012, side 31

²³ Årsrapport 2012, side 31

²⁴ <http://www.pandora.net/da-dk/> - 05.03.13

²⁵ Årsrapport 2009, side 9

²⁶ <http://www.pandoragroup.com/Products/Jewellery%20materials> – 05.03.13

²⁷ Årsrapport 2012, side 19

forhandlerne²⁸. Som nævnt tidligere er Pandoras hovedprodukter charms og charms-armbånd, men derudover ser Pandora også et stort vækstpotentiale i deres ringe²⁹.

Pandora sikrer deres immaterielle rettigheder med global overvågning, registrering og kontrolprogrammer, for at sikre at Pandora produktet er ægte og lever op til kvalitetskravene. Dermed gør de en indsats for at stoppe forfalskning af produkterne både lokalt og internationalt³⁰.

Pandora sælger sine smykker igennem flere forskellige typer salgskanaler. De har ”shops-in-shops”, som salgsområder i stormagasiner samt andre multi-brandbutikker, fx smykkebutikker, hvor det er forbeholdt at sælge og udstille Pandora smykker. Pandora området skal her udgøre 8-15 kvadratmeter i butikker samt føre mindst fire smykkekollektioner fra Pandora og de skal have inventar leveret fra Pandora. ”Guld-forhandlere” er traditionelle multi-brand smykkebutikker, som skal have Pandora smykker i mindst 4,5 kvadratmeter af deres butik samt vinduesplads til Pandora inventar, heraf ens diske, bakker samt andet inventar. De skal have mindst fire kollektioner. ”Multi-brandsalgskanaler” er oftest smykkebutikker, her skelnes mellem sølv-forhandlere og hvid-forhandlere. For ”sølv-forhandlere” gælder at de skal udstille Pandoras produkter tydeligt, og have mindst fire kvadratmeter samt en vinduesplads til inventar. De har minimum tre kollektioner. For ”hvid-forhandlere” gælder ingen særlig krav til beliggenhed, men de skal have en vinduesplads og minimum en til tre kollektioner. Til sidst er der ”travel retail-butikker”, her sælges Pandoras smykker hos internationale luftfartsselskaber samt ombord på krydstogtskibe og i lufthavnsbutikker³¹.

5.4 Markeder

Som nævnt tidligere findes Pandora i mere end 70 lande og beskæftiger mere end 6.000 medarbejdere på verdensplan³².

Nedenfor i Figur 2 ses Pandoras omsætning fordelt geografisk i årene 2008-2012. Det ses at Nord- og Sydamerika alle årene har været deres største marked, og størst i 2012, hvor det udgør 50 % af Pandoras omsætning. I 2010 var Europa og Nord- og Sydamerika tæt ved at udgøre lige store dele af omsætningen.

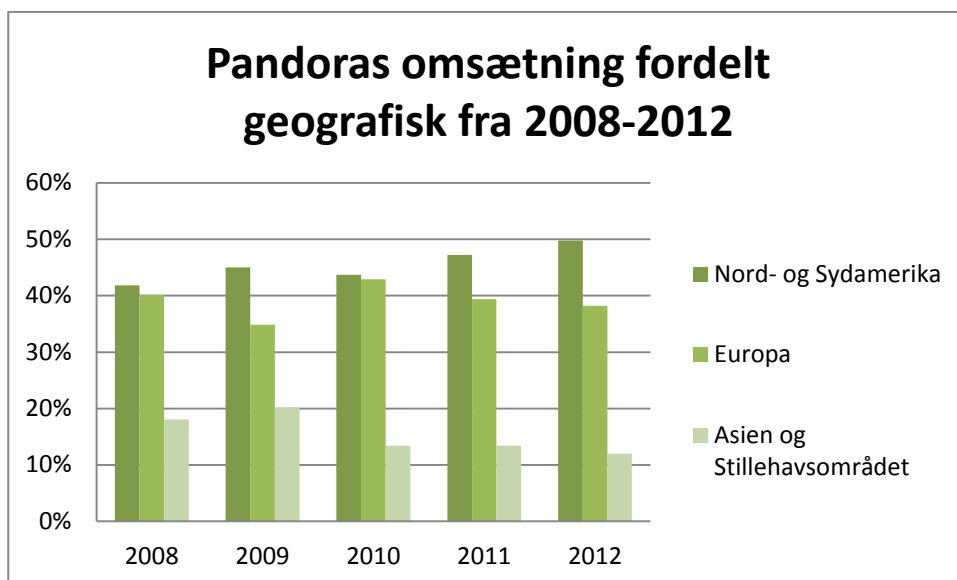
²⁸ Årsrapport 2012, side 4

²⁹ Årsrapport 2012, side 5

³⁰ <http://www.pandoragroup.com/Products/Brand%20protection> – 05.03.13

³¹ Børsprospekt side 57+58

³² <http://www.pandoragroup.com/en/Markets>- 05.03.13



Figur 2: Geografisk fordeling af Pandoras omsætning fra 2008-2012³³.

Nedenfor ses nogle af de markeder, som Pandora operer på, og som de er kommet ind på gennem årene³⁴:

- 2000 eller før: Danmark, Norge Sverige
- 2002: Finland, Holland
- 2003: Canada, USA
- 2004: Australien, Belgien, Tyskland³⁵, Grækenland, Island, Mexico
- 2005: Spanien, Storbritannien
- 2006: Østrig, Luxembourg, New Zealand, Portugal, Saint Kitts and Nevis, Schweiz
- 2007: Fiji-øerne, Irland, Jamaica
- 2008: Den Dominikanske Republik, Frankrig, Guatemala, Israel, Panama, Saint Lucia
- 2009: Brasilien, Chile, Costa Rica, Cypern, Tjekkiet, Estland, Honduras, Hong Kong, Ungarn, Polen, Singapore, Slovakiet og Sydafrika
- 2010: Italien, Kina, Rusland, Japan³⁶

I 2011 og 2012 har Pandora yderligere åbnet butikker og øget deres markedsposition i Italien, Frankrig, Rusland, Kina, Japan³⁷.

³³ Årsrapport 2008-2012

³⁴ Børsprospekt, side 48

³⁵ Pandoras næststørste marked i Europa (årsrapport 2011, side 16)

³⁶ Årsrapport 2010, side 9

³⁷ Årsrapport 2011, side 4 + Årsrapport 2012, side 5

Pandora har i 2012 indgået en aftale med en ny partner i Japan, som skal gøre Pandora stærkere på dette marked³⁸.

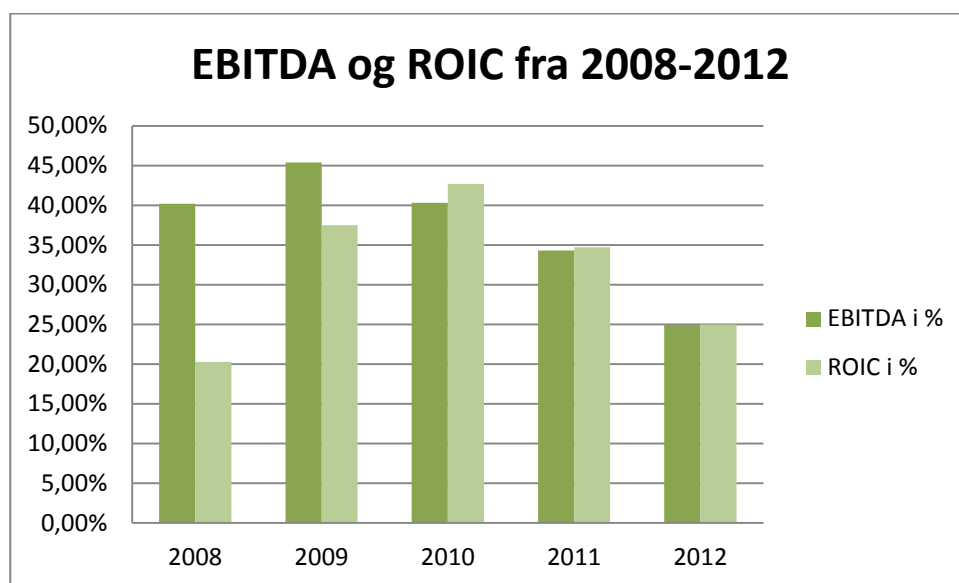
Et af Pandoras fremtidige markeder vil også blive online salg³⁹. Her er de så småt startet op, og forventer at udvikle og udvide sig endnu mere på dette område. Det er et helt marked for sig selv, med stort vækstpotentiale.

5.5 Økonomi

Nedenfor i Figur 3 ses EBITDA, som viser resultat før renter, skat og afskrivninger. Det ses at Pandoras EBITDA var størst i 2009, herefter er den faldet indtil 2012.

ROIC viser hvor meget der fås i afkast på det man har investeret. Den har været stigende indtil 2010, hvorefter den har faldet indtil 2012.

Hele Pandoras økonomi i årene 2008-2012, vil vi gå mere i dybden med i regnskabsanalysen, se kapitel 7.



Figur 3: EBITDA og ROIC for Pandora fra 2008-2012⁴⁰

5.6 Forventninger til fremtiden

Pandora forventer, at 2013 bliver et år med en omsætning på over 7,2 milliarder danske kroner og en EBITDA-margin på mere end 25 %. Samtidig forventer de at anlægsinvesteringerne ligger på omkring 300 millioner, samt at de får en effektiv skatteprocent på 19 %. Derudover forventer de at

³⁸ Årsrapport 2012, side 76

³⁹ Årsrapport 2012, side 5

⁴⁰ Årsrapport 2012, side 6



åbne 150 konceptbutikker⁴¹. Bestyrelsen i Pandora har besluttet at gennemføre et aktietilbagekøbsprogram i 2013, hvor de vil købe op til 700 millioner kr. tilbage, hvilket betyder at de kan tilbagebetale overskydende likviditet til deres aktionærer⁴².

⁴¹ Årsrapport 2012, side 7

⁴² Årsrapport 2012, side 8

6. Strategisk analyse

Af Janni Holm Jørgensen

En strategisk analyse af en virksomhed, er med til at fastlægge de ikke-finansielle værdidrivere såvel internt i virksomheden samt eksternt omkring virksomheden. Den strategiske analyse er vigtig, da den danner udgangspunkt for budgetteringsfasen⁴³.

Den strategiske analyse i denne opgave vil omhandle en intern analyse af Pandora ud fra McKinsys 7-S model, hvor der analyseres på Pandoras interne sammenhænge. Dernæst vil der være en ekstern analyse af Pandora ud fra en PESTEL-analyse, hvor der analyseres på forholdene omkring Pandora. Herefter foretages en konkurrent- og brancheanalyse af Pandora ud fra Porters Five Forces. Sluttelig vil det hele blive opsamlet i en SWOT-analyse, hvori Pandoras styrker og svagheder, mulighed og trusler belyses.

6.1 Intern analyse af Pandora

Af Line Christensen og Janni Holm Jørgensen

Hensigten med en intern analyse er, at finde de ressourcer og kompetencer virksomheden har til rådighed og mulighed for at udnytte, for at skabe indtjening i fremtiden. Her analyseres de ikke-økonomiske faktorer, der kan have betydning for forventningerne til de fremtidige betalingsstrømme. Ved hjælp af denne analyse skabes et billede af interne sammenhænge i virksomheden samt et overblik over organisationens potentiale⁴⁴. Desuden vil denne analyse blandt andet skabe klarhed over Pandoras styrker og svagheder og dermed danne grundlag for den opsummerende SWOT-analyse.

Den interne analyse laves som nævnt ud fra McKinsys 7-S model, da den kan hjælpe til at finde virksomhedens organisatoriske og ledelsesmæssige udfordringer, idet den kommer omkring de interne strategifaktorer, ligesom den giver en sammenhæng mellem følgende syv faktorer:⁴⁵

- Shared values: Virksomhedens fælles værdier
- Strategy: Strategi, der er valgt til at skabe konkurrenceevne
- Structure: Organisations struktur
- Systems: Procedurene, der får virksomheden til at arbejde og fungere
- Style: Ledelsesstil

⁴³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 20

⁴⁴ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 138-139

⁴⁵ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 157

- Staff: Medarbejderne, som på ansættes, udvikles og motiveres
- Skills: Interne ressourcer, færdigheder og kapabiliteter.

6.1.1 Shared values: Virksomhedens fælles værdier

Af Line Christensen

Værdier bør udtrykke, hvad der er vigtigt for virksomheden, hvordan den gerne vil behandles samt agter at behandle andre. Desuden skal værdierne hjælpe til, et veldefineret offentligt image, der fortæller om organisationens omtanke for omgivelserne, herunder kunder og investorer, samt hvilke forretninger de ønsker at indgå i. Dermed fungerer værdierne som virksomhedens kommunikationsværktøj til omgivelserne, og fortæller hvad virksomheden står for samt hvad interessenterne kan forvente, hvorfor værdierne er nogle der skal værnes om⁴⁶.

For at opnå succes skal virksomheden og dens interessenter være enige om værdierne. Herunder skal ledelsen og medarbejderne være enige om dem, ligesom det er vigtigt, at de kan stå inde for dem. De øvrige interessenter erklærer sig enige via deres samarbejde og engagement i virksomheden.⁴⁷ Det er med andre ord vigtigt, at der er en grad af enighed i de formulerede værdier, så alle har kendskab til, hvad virksomheden står for.

Pandora har udarbejdet et sæt firmaværdier, som de kalder ”PANDORA Life”, som skal hjælpe virksomheden med at opfylde visionen om, at blive verdens mest anerkendte smykkebrand. Værdierne blev introduceret i april 2011. Her kombineres deres tre kerneværdier; stolthed, lidenskab og ydeevne, til et overordnet sæt af værdier, som medarbejderne har mulighed for aktivt at involvere sig i.⁴⁸ Det har dannet sætningen:

*”PANDORA is a pride of strong individuals with a wholehearted, can-do attitude,”*⁴⁹

som skal hjælpe og fortælle, hvordan man samarbejder internt som kollegaer samt hvordan man opfører sig eksternt med sine omgivelser og interessenter.

Pandora Life er en del af Pandoras værdigrundlag, men i sammenhæng med dette er Pandoras vigtigste del af værdigrundlaget, at de i det daglige, lever op til deres værdier vedrørende forsvarlig forretningsetik og samfundsmæssige forpligtigelser. Derfor har Pandora også indført det de kalder

⁴⁶ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 162-163

⁴⁷ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 160

⁴⁸ <http://www.pandoragroup.com/CSR/Approach/PANDORA%20Life> 03.03.13 + Pandora – 30 years moments – 17.02.13

⁴⁹ <http://www.pandoragroup.com/CSR/Approach/PANDORA%20Life> – 03.03.13

”Pandora Ethics”⁵⁰ som er en del af deres Corporate Social Responsibility (CSR) initiativ. Dette er gjort ved, tilslutning til FNs Global Compact, hvorved Pandora har forpligtet sig til, at overholde et socialt ansvar, bl.a. med hensyn til menneskerettigheder, miljøpåvirkning, arbejdsvilkår og etisk forretningspraksis⁵¹. ”Pandora Ethics” indeholder politikker, vejledninger og værktøjer, som direkte refererer til deres kerneværdier, der er beskrevet i Pandora Life⁵².

Ovenstående forpligtigelser stiller også krav til leverandørernes sociale engagement. I forlængelse heraf hjælper Pandora leverandører til at følge de givne standarder og efterfølgende følge op på indsats, hvormed deres værdi også i nogen grad bliver udbredt til leverandørerne⁵³. Desuden har Pandora i 2012 udbredt CSR initiativet til også at omfatte salgsleddet, så alle trænes i Pandoras etiske politikker. I forhold til forhandlerne har Pandora dog tidligere fået kritik, da de for et par år siden, blev kritiseret for at fejllæse markedet og presse forhandlerne til at købe flere smykker, end det var muligt at afsætte⁵⁴. Ligeledes kom det frem, at Pandora pressede forhandlerne ved at fortælle forhandlerne, at de ikke måtte handle med udvalgte af Pandoras konkurrenter, hvis de ville have Pandoras smykker i forretningen. Dette fremgik af en intern præsentation af Pandoras strategi for 2009 og er i strid med konkurrencelovens regler vedrørende dominerende misbrug samt Pandoras egne fastsatte værdier⁵⁵.

I og med, at de har fået salgsleddet med under CSR initiativet og i 2012 har haft kontrolbesøg af uafhængige konsulenter uden væsentlige bemærkninger, må det vurderes, at de ikke længere er i strid med konkurrencelovens regler⁵⁶. Pandora vurderes dermed at have et værdigrundlag, hvor hele organisationen og dermed alle led i værdikæden, arbejder efter et fælles sæt værdier om etisk rigtigt arbejde og godt arbejdsmiljø.

6.1.2 Strategy: Strategi, der er valgt til at skabe konkurrenceevne

Af Line Christensen

Når vi skal se på Pandora strategi, undersøges hvilken strategi de har valgt for at skabe konkurrenceevne. Strategien skal dermed indeholde metoden til, hvordan virksomheden når de opstillede mål.

⁵⁰ <http://www.pandoragroup.com/CSR/Approach/PANDORA%20Ethics> – 03.03.13

⁵¹ <http://www.pandoragroup.com/CSR/Approach/PANDORA%20Ethics> + Årsrapport 2012 – Pandora, side 23 – 03.03.13

⁵² CSR vil blive uddybet yderligere i afsnit 6.1.4

⁵³ Årsrapport 2012, side 18 + 23

⁵⁴ <http://www.business.dk/detailhandel/masseopsigelse-af-pandora-forhandlere> - 02.03.13

⁵⁵ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/177895/pandora_anklages_for_ufine_metoder.html#ixzz2NoQ95hr4 – 03.03.13

⁵⁶ Årsrapport 2012, side 24

En del af Pandoras vision er som før nævnt, at blive verdens mest anerkendte smykkebrand.⁵⁷ For at opfylde visionen, har Pandora derfor identificeret fire strategiske mål, som følges på kort og mellemlang sigt. De fire strategiske mål er følgende:⁵⁸

- **Fokus på Pandora brandede salgskanaler.** Pandoras strategi er at styrke deres salg gennem de største forhandlere, hvilket betyder, at de mindste forhandlere bliver opgraderet eller opsagt⁵⁹. I fremtiden vil Pandora dermed skabe en højere andel af omsætningen fra salgskanaler der er Pandora-brandede. Opfattelsen af Pandoras brand skal herigennem styrkes i detailleret ligesom der er mulighed for at få et bredere sortiment.
- **Udnytte produktudbuddet.** Pandoras sortiment er blevet udvidet markant inden for de sidste 5-7 år, hvorfor Pandora i de kommende år, gennem stor fokus på marketing og salg, forventer at udnytte potentialet i deres nuværende og nye sortiment mere optimalt på både eksisterende, men også på nye markeder.
- **Skræddersy tilgangen til nye markeder.** Med dette har Pandora intention om, at øge deres tilstedeværelse på eksisterende markeder, hvor de på nuværende tidspunkt ikke står så stærkt, ligesom de fortsat ønsker at komme ind på flere nye markeder. Desuden forventer de fortsat at fokusere på at antallet af Pandora brandede forhandlere så vækstmarkeder udnyttes.
- **Videreudvikle et globalt brand.** Til dette vil Pandora forfølge en global branding strategi, som muliggør skabelsen af et ensartet og stærkt brand på tværs af alle markeder og kommunikationskanaler. For at opnå dette, planlægger Pandora at bruge en betydelig del af omsætningen på markedsføring. Desuden anvendes internettet fortsat til at skabe kundeloyalitet, samt fremme deres brand. Gennem en online salgsplatform, ønsker de desuden at øge kendskabet til deres brand og dermed nå flere kunder, hvilket bør fremme mulighederne for yderligere indtjening.

Som det fremgår ud fra de strategiske mål, er hensigten med disse, at skabe yderligere vækst, hvilket skal ske gennem etablering på nye markeder, øget omsætning på eksisterende markeder samt udvidelse af sortimentet. Alt dette synes at have god sammenhæng til visionen om at være det mest anerkendte smykkebrand i verden. De seneste år er Pandora kommet lidt ud af kurs, da priserne på deres produkter steg markant, grundet prisstigninger i guld og sølv, som blev overført på kunderne. Dermed bevægede de sig væk fra deres segment Affordable Luxury. Dette betød, at de ikke længere

⁵⁷ <http://www.pandoragroup.com/About-Pandora/Mission-and-Vision> - 03.03.13

⁵⁸ <http://www.pandoragroup.com/About-Pandora/Business-Strategy> - 03.03.13

⁵⁹ <http://www.business.dk/detailhandel/masseopsigelse-af-pandora-forhandlere> - 02.03.13

passede til deres målgruppe og blandt andet derfor svigtede salget i 2011⁶⁰. Dette har de derfor forsøgt at rette op på ved at sætte en stopper for prisforhøjelser og igen satse på billigere smykker. Desuden fejllæste de markedet, hvilket gjorde, at de pressede for mange smykker ud i forhandlerleddet⁶¹. Dette har de ligeledes rettet op på i 2012, da de har ombyttet langsomt sælgende produkter fra lagrene i forhandlerleddet med nye produkter, således forhandlernes lagre blev forbedret med hensyn til pris og kvalitet.⁶²

Trods den lidt usikre kurs i en periode, vil Pandora ikke ændre i deres strategi. For at opnå de opstillede mål, vil Pandora i fremtiden, sikre mere fornyelse i produktsortimentet ved fremover at lancere syv kollektioner om året med færre nye designs pr. leverance, ligesom de vil forbedre deres produkter. Særligt deres charms vil være i fokus, da de arbejder på et nyt innovativt koncept inden for det område. Deres ringe vil ligeledes have fokus, da de som nævnt forventes at have et væsentligt fremtidigt vækstpotentiale. Desuden vil Pandora åbne flere butikker på nye markeder og udvikle deres væsentligste markeder, men de vil samtidig være mere selektive i deres butiksåbninger og fokusere mere på kvaliteten frem for kvantiteten af butiksåbninger. For at bevare kendskabsgraden til deres brand, vil de desuden fortsat investere væsentligt i markedsføring.⁶³ Dermed vurderes det at strategien fortsat ligger op til, at de vil skabe forbedret konkurrenceevne via vækst.

6.1.3 Structure: Organisations struktur

Af Line Christensen

Organisationen i en virksomhed skal betragtes som en måde til effektivt at løse virksomhedens opgaver. Arbejdet med at nå de opstillede mål skal dermed støttes af strukturen i organisationen.⁶⁴

Siden år 2000, hvor Pandora begyndte at opleve en hastig vækst i efterspørgslen efter deres produkter, har det været nødvendigt for dem, at udvikle deres organisationsstruktur. Dette har betydet markante strukturelle ændringer, hvor Pandoras forretningsmodel har udviklet sig fra at være produktions- og eksportorienteret til at være en mere vertikalt integreret forretningsmodel, der spænder over processerne fra design over intern produktion til distribution af deres produkter. Derfor er organisationen løbende blevet udvidet blandt andet gennem opkøb af

⁶⁰ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2011/08/02/103945.htm> - 03.03.13

⁶¹ <http://www.business.dk/detailhandel/masseopsigelse-af-pandora-forhandlere> - 02.03.13

⁶² Årsrapport 2012, Pandora, side 9

⁶³ Årsrapport 2012, Pandora, side 4-5

⁶⁴ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 223

dattervirksomheder, ligesom der er blevet lavet flere ledelsesniveauer på de forskellige markeder. Desuden er organisationen blevet styrket ved ansættelse af personer med kompetencer, der er relevante for at Pandora kan fortsætte effektivt og skabe vækst.⁶⁵

Som et internationalt selskab har de aktiviteter over hele verden. For at Pandora kan opnå sine opstillede mål, er det vigtigt at disse kommunikeres til alle niveauer i organisationen, hvorfor de løbende uddanner medarbejderne.⁶⁶

Igennem årene med vækst er Pandoras organisation dermed blevet væsentligt mere kompleks, og i takt med, at de fortsat skal opfylde virksomhedens stigende behov, må de hele tiden tilpasse organisationen. Derfor ændrede de også organisationsstrukturen i Europa i starten af 2011, for at skabe en strømlinet organisationsstruktur i Europa. Dette gjorde de ved, at de centrale ledelsesposter i Pandora Central Eastern Europe og Pandora Central Western Europe blev lagt sammen⁶⁷.

Det vurderes, at Pandora forsøger at have en organisk organisationsstruktur for at nå deres strukturelle mål. Vurderingen bygger på, at de gør meget ud af medarbejderudvikling, hvilket berøres yderligere i afsnittet om medarbejdere. Desuden har de fokus på erfaring og ekspertise, der skal medvirke til, at løse organisationens fælles mål. Derfor består Pandoras struktur også af direktionen og andre ledelses- og supportfunktioner i Danmark, ligesom de har lokale ledelser og kompetencecentre på de forskellige markeder. Denne struktur giver Pandora mulighed for at udøve kontrol der er centraliseret, således de målrettet kan sigte efter de globale strategier, mens de samtidig udnytter den lokale iværksætterånd, fleksibilitet og den eksisterende knowhow på alle markederne.⁶⁸ På den måde er Pandora i stand til at forandre sig i takt med omverdenen, der i dag er hurtig omskiftelig.

For at kunne opfylde målsætningerne, er det nødvendigt med en organisationsstruktur, der er velfungerende og hvor ledelsen hele tiden har overblikket og er opmærksomme på ændringer. Da posterne i direktionen og bestyrelsen er besat af mange erfarne erhvervsfolk, må ledelsen vurderes at være kompetent. Dette på baggrund af, at det lykkedes dem, at få stabiliseret virksomheden efter dykket på aktiekursen i 2011. Desuden synes procedurerne i virksomheden at fungere, ligesom

⁶⁵ Børsprospekt, side 46-49

⁶⁶ Årsrapport 2012, Pandora, side 21

⁶⁷ Pressemeldelse Pandora, 20. januar 2011 – Ny organisationsstruktur i Pandora CWE & CEE - http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFR8Y/0x0x436033/e87687fd-690b-4e15-bf7c-200a877e013f/PNDORA_News_2011_1_20_Investor_Nyheder_English.pdf - 23.03.13

⁶⁸ Børsprospekt, side 46-47

Pandora har kontrol over hele deres værdikæde. Dette ses som en styrke, da de selv står for alle processerne og dermed stort set ikke er afhængige af andre end råvareleverandørerne.

6.1.4 Systems: Procedurerne, der får virksomheden til at arbejde og fungere

Af Janni Holm Jørgensen

Pandora har i 2012 etableret et fælles ERP-system for alle enheder bortset fra USA og Canada. Med ERP-systemet opnår Pandora på det finansielle område en ensartethed i sine rapporter. Endvidere forøges datakvaliteten, ligesom rapporteringshastigheden forøges⁶⁹. Det er en fordel for Pandora, at stort set alle deres selskaber arbejder i samme systemer, og at der dermed bliver en ensartethed inden for procedurerne i, hvordan man udfører tingene.

Foruden forbedring af IT-systemer i 2012, har Pandora også centraliseret sine varelagre samt implementeret processer for, hvordan de skal arbejde som en samlet og effektiv virksomhed⁷⁰. Fordelen ved centraliseret varelagre er mindre lageromkostninger. Her vil lagerne blive samlet frem for man har et lager i hver by. Endvidere vil de centraliserede lagre blive mere automatiseret, hvorfor kunderne bør kunne serviceres bedre. Ved små lagre undersøger sælgerne som oftest manuelt om varen er disponibel. Ved en centralisering og automatisering foregår dette via IT-systemet og herefter tages ordren med det samme, hvormed det vil være muligt at fortælle kunden, hvornår varen forventes leveret.

Pandora vil gerne øge ansvarlig forretningspraksis fra indkøb af ædelmetal og ædelsten til forarbejdning og markedsføring af sine produkter. Dette gør Pandora i form af koncernpolitikken om samfundsansvar (Corporate Social Responsibility – ”CSR”)⁷¹. Denne politik indeholder regler om hvordan Pandora og Pandoras leverandører forpligter sig til at overholde nogle adfærd indenfor områder som: Menneskerettigheder, arbejdstagere, miljø og antikorrupition⁷² baseret på FN’s Global Compact⁷³, som er verdens største initiativ for virksomheders samfundsansvar⁷⁴.

Pandoras CSR udvalgs ansvar er at klarlægge CSR-strategien med fokus på forsat at styrke forretningspraksis i hele koncernen. I 2012 har Pandora indført CSR politikker indenfor virksomhedsetik, menneskerettigheder, sundhed, sikkerhed, miljø samt ansvarlig leverandørstyring.

⁶⁹ Årsrapport 2012, side 20

⁷⁰ Årsrapport 2012, side 4

⁷¹ Årsrapport 2010, side 25

⁷² Betydning: Pandora og deres leverandører skal modarbejde alt korrupition som fx afpresning og bestikkelse.

⁷³ Børsprospekt, side 22

⁷⁴ <http://www.unglobalcompact.org/Languages/Danish/index.html> - 24.03.13

Med en CSR-politik forpligter Pandora sig blandt andet til at handle i overensstemmelse med internationalt anerkendte principper, når de indkøber råvarer. Blandt andet køber Pandora sine diamanter i overensstemmelse med Kimberly-processen, som er en international proces, for at sikre at diamanthandlen ikke er med til at finansiere krige og konflikter⁷⁵.

I 2010 valgte Pandora at styrke sine CSR-aktiviteter ved at etablere en global CSR Steering Committee, hvis opgave er at koordinere og overvåge forretningspraksis i hele værdikæden – lige fra indkøb til fremstilling og videre til handel med smykkerne. Denne komite ledes af en CSR-chef og består derforuden også af cheferne fra produktion, indkøb, salg, HR, kommunikation samt koncernudviklingsdirektøren, som er repræsenteret for ledelsen⁷⁶.

I august 2010 sluttede Pandora sig til the Responsible Jewellery Council (RJC), som er en international non-profit organisation, der er sat i værk for at styrke forbrugernes og andre interessenters tillid til smykkeindustrien. Pandora anser RJC for at være et yderst ambitiøst CSR-initiativ i smykkeindustrien⁷⁷. I august 2012 blev Pandora certificeret i henhold til RJC's "Code of Practices". Pandora var igennem en række anmeldte og uanmeldte kontrolbesøg både på kontoret i Danmark, produktionen i Thailand samt øvrige regionale kontorer og butikker verdenen over, for at opnå denne certificering.

Det er disse ovennævnte CSR politikker, samt de interne retningslinjer som Pandora har, der gør at virksomheden kan arbejde og fungere optimalt.

Det vurderes at Pandoras procedurer medvirker til at virksomheden fungerer godt. Det samlede ERP system medvirker til at virksomheden opnår en helhed. Samtidig med CSR-strategierne er nogle vigtige procedurer for Pandoras virksomhedskultur.

6.1.5 Style: Ledelsesstil

Af Janni Holm Jørgensen

Det er selskabets bestyrelse, som har det overordnede ansvar for ledelsen af Pandora og tilsynet med direktionen. Det er bestyrelsen, som beslutter Pandoras politik i forhold til forretningsstrategier, organisation, regnskab og økonomi, samtidig beslutter Pandoras bestyrelsesmedlemmer også, hvem Pandoras direktion skal bestå af⁷⁸.

⁷⁵ Børsprospekt, side 69

⁷⁶ Årsrapport 2010, side 25

⁷⁷ Årsrapport 2010, side 25

⁷⁸ Børsprospekt, side 102

Bestyrelsen har til opgave at sørge for, at Pandora har et stærkt ledelsesteam, en passende organisationsstruktur, nogle effektive forretningsgange, en optimal kapitalstruktur, en gennemsigtig bogføringspraksis samt ansvarlig kapitalstyring. Bestyrelsen skal sikre, at Pandora altid har de rigtige kompetencer til at overvåge Pandoras udvikling samt tage sig af de muligheder og udfordringer, som Pandora kan møde.

Direktionen har ansvaret for den daglige udvikling og drift af Pandora. Opstår der forhold af særlig karakter, skal disse fremlægges for bestyrelsen. Det kan fx være fastlæggelse af målsætninger, virksomhedsstrategi, budgetter, virksomhedsopkøb, salg af aktiver og risikostyringspolitik. Forhold som disse ses ikke som en del af den daglige ledelse for direktionen. Det er også bestyrelsen der ansætter og afskediger direktionen⁷⁹.

Pandoras ledelse består både af personer, som har mange års erfaring i Pandora samt af personer, som har en stor erfaring fra andre virksomheder og brancher⁸⁰.

Pandoras mål for en god selskabsledelse og kommunikation er at sikre gennemsigthed, tillid og ansvarlighed. Samtidig skal Pandora opfylde sine forpligtelser overfor aktionærer, kunder, forbrugere, medarbejdere, myndigheder og andre interessenter på bedste vis, og således forhøje den langsigtede værdiskabelse⁸¹.

Vores opfattelse af ledelsesstilen overfor medarbejderne i Pandora er, at medarbejderne arbejder med frihed under ansvar. Vi fornemmer det er en virksomhed, hvor medarbejderen selv får lov at planlægge sin hverdag inden for givne rammer og mål. Dette ses ud fra Pandoras anerkendelse af at det er medarbejderne, som har bidraget til en stor del af Pandoras udvikling, hvorfor virksomheden også har fokus på at videreudvikle medarbejderne.

6.1.6 Staff: Medarbejderne, som må ansættes, udvikles og motiveres

Af Janni Holm Jørgensen

Pandora mener at mennesket er et vigtigt aktiv, og derfor også at medarbejderudvikling er en betydelig faktor i selskabets udvikling. For stadig at sikre fremtidig vækst for Pandora, er det vigtigt at Pandora løbende udvikler deres medarbejdere, således de er godt rustet til at klare fremtidige udfordringer. På baggrund af dette har Pandora indført en række uddannelsesprogrammer, hvor der i 2012 deltog 23 Vice Presidents på tværs af koncernen i et

⁷⁹ Børsprospekt, side 102

⁸⁰ Børsprospekt, side 3

⁸¹ Årsrapport 2012, side 25

program, som bestod af fire moduler. Modulerne uddanner medarbejderne i både ledelse samt forretningsforståelse⁸².

Pandoras tre kerneværdier: Pride, Passion og Performance⁸³ samt den måde, disse værdier udledes og fortolkes i selskabets handlinger er med til at sørge for en stærk og ensartet virksomhedskultur.

I 2011 gennemførte Pandora medarbejdertilfredshedsundersøgelser og udviklingssamtaler i hele koncernen⁸⁴. Dette vidner om, at medarbejderne får mulighed for at ytre deres meninger og holdninger, samt mulighed for at få gennemgået kompetencer, og på den måde i samarbejde med lederen klarlægge mulighederne for udvikling.

Pandora er afhængig af en række nøglemedarbejdere⁸⁵, deres indsats og kvalifikationer. Det vil være en trussel for Pandora, hvis disse nøglemedarbejdere forlader virksomheden, da det vil være nødvendigt at finde en løsning hurtigst muligt. Pandora ved godt at disse nøglemedarbejdere har en stor viden og erfaring om Pandoras produkter og branche, ligesom de er med til at bidrage til udviklingen af Pandora⁸⁶. De er derfor vigtige for Pandora at bevare i virksomheden.

Endvidere er det Pandoras holdning, at der er en forbindelse mellem at have kompetente, engagerede og tilfredse medarbejdere og en effektiv produktionsproces af en høj kvalitet. Derfor prioriteres et sikkert arbejdsmiljø og gode arbejdsbetingelser for samtlige medarbejdere. Pandora belønner derfor også medarbejdere, som fastholder det gode og sikre arbejdsmiljø samt minimere risikoen for arbejdsulykker. Desuden tilbyder Pandora så vidt muligt sine ansatte konkurrencedygtige ansættelsesvilkår samt medarbejdergoder og de før omtalte uddannelsesprogrammer, med henblik på at fremme livskvaliteten hos medarbejderne og deres familier⁸⁷.

I 2010 og 2011 havde Pandora fokus på CSR initiativer inden for indkøb og produktion. I 2012 kom salgsleddet med. Det betød, at alle salgskontorer blev trænet og oplært i Pandoras Ethics politikker og retningslinier inden for ansvarlig adfærd. Som en del af RJC certificeringen fik 40 % af salgskontorerne kontrolbesøg, og her var der ingen afvigelser fra RJC standarderne. Det er Pandoras 45 interne trænere samt et e-læringssystem, som gør det muligt for Pandora at udvikle egne

⁸² Årsrapport 2012, side 21

⁸³ Oversat – stolthed, lidenskab og ydeevne

⁸⁴ Årsrapport 2011, side 23

⁸⁵ Fx designere, det er dem der skal lave deres produkt

⁸⁶ Børsprospekt, side 4+19

⁸⁷ Børsprospekt, side 68

medarbejdere samt 30.000 eksterne salgsmedarbejders kompetencer. Der blev i 2012 gennemført over 105.000 e-læringsmoduler på globalt plan⁸⁸.

6.1.6.1 Thailand

Pandora har en ”Total Reward⁸⁹” tilgang til HR og den organisatoriske udvikling i produktionen i Thailand. ”Total Reward” tilgangen har fire hovedpunkter, som afspejler værdien af at arbejde i PANDORA Production Thailand. Det er følgende⁹⁰:

- Rimelige lønforhold
- Attraktive personalegoder
- Kompetenceudvikling med klart definerede karrieremuligheder
- Et sikkert, respektfuldt, kreativt og positivt arbejdsmiljø

I 2012 fik Pandora certificering i OHSAS 18001 – arbejdsmiljøledelse, hvilket syner af godt arbejdsmiljø.

Der arbejder mere end 4.000 medarbejdere i produktionen i Thailand, heraf er der ikke mange, som har adgang til intranet. Implementering af CSR tiltag og oplysningskampagner gennemføres derfor igennem Pandoras interne radio- og tv kanaler. Derudover har de også for nylig åbnet et bibliotek og e-læringscenter, som er et betydelig led i oplysning og uddannelse, samtidig med giver det også alle medarbejdere adgang til IT faciliteter i et godt læringsmiljø⁹¹. Medarbejderne i Thailand bliver desuden uddannet både håndværksmæssige, teknisk og ledelsesmæssigt⁹².

Generelt set værdsætter Pandora sine medarbejdere højt, og de gør deres til at udvikle og uddanne dem, således de får det mest optimale ud af dem samtidig med at medarbejderen også tilfredsstilles og motiveres ved sit arbejde. Pandora yder sit bedste for at sikre et godt arbejdsmiljø, og forsøger derfor løbende at forbedre sine resultater inden for sundhed og sikkerhed for medarbejderne, samtidig med de forsøger at indføre nye tiltag for at mindske den miljømæssige påvirkning⁹³.

⁸⁸ Årsrapport 2012, side 24

⁸⁹ Oversat – samlede belønning

⁹⁰ Årsrapport 2012, side 24

⁹¹ Årsrapport 2012, side 24

⁹² Årsrapport 2012, side 21

⁹³ Årsrapport 2010 side 26

6.1.7 Skills: Interne ressourcer, færdigheder/kompetancer og kapabiliteter.

Af Janni Holm Jørgensen

Ressourcer er hvad virksomheden råder over både materielt og immaterielt. Deres færdigheder og kompetencer er hvad virksomheden har af evner, og deres kapabiliteter er hvad virksomheden formår⁹⁴.

6.1.7.1 Materielle ressourcer

Materielle ressourcer er de fysiske bygninger og driftsmidler, som Pandora råder over, samt eventuelt placeringen heraf⁹⁵.

Pandora har i dag fem produktionsanlæg, som ligger i Gemopolis uden for Bangkok i Thailand. Produktionsanlæggene udgør i alt et samlet produktionsareal på ca. 30.110 kvadratmeter. De færdige produkter opbevares ligeledes her, indtil en sending er klar til at blive sendt af sted til det lokale distributionscenter, som for det meste sker hver uge⁹⁶.

Pandoras salgskanaler (konceptbutikker, shop-in-shops og guldforhandlere) ligger oftest i attraktive indkøbsområder, hvor der er mange fodgængere, og dermed mulighed for at tiltrække kunder. Pandora har derfor store overvejelser omkring indretning og beliggenhed af sine Pandora-brandede salgskanaler⁹⁷.

6.1.7.2 Immaterielle ressourcer

Immaterielle ressourcer er ikke fysisk til stede, men er alligevel en væsentlig del af virksomhedens ressourcer, da det er med til at skabe værdi for virksomhedens kunder⁹⁸.

Pandoras brandstrategi er at tiltrække, engagere og fastholde slutkunderne i de brandede salgskanaler. Siden 2010 har der været fokus på at opbygge et kendskab til brandet. Hermed har Pandora gjort brandet kendt som et "Affordable Luxury"⁹⁹ smykke-brand, hvor målet har været, at kunderne skal se produktet som luksus men til overkommelige priser, som er til at betale¹⁰⁰.

Pandoras immaterielle rettigheder er blandt andet varemærker, copyright og patenter. Ved varemærkeregistreringer er der tale om EU registreringer af navnet PANDORA, samt logoet

⁹⁴ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 184

⁹⁵ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 184

⁹⁶ Børsprospekt, side 64+65

⁹⁷ Børsprospekt, side 57

⁹⁸ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 184

⁹⁹ Luksus til overkommelige priser

¹⁰⁰ Årsrapport 2012, side 18

PANDORA med et kronet O. Derudover har Pandora blandt andet patent rettigheder på Charms-armbåndets funktionalitet i flere lande¹⁰¹.

6.1.7.3 Færdigheder/kompetencer

Kompetencer er alle de ting, som indeholder virksomhedens samlede læring. Nedenfor er der fire forskellige typer af kompetencer, som har betydning for Pandoras fremtidige udvikling¹⁰².

Læringskompetence – Er at kunne lære af fagligt stof samt efterfølgende at anvende det¹⁰³.

Pandora har mere end 20 års erfaring med produktion af smykker i Thailand. Dermed har Pandora en fordel på grund af den mangeårige produktion for fremstilling af de håndforarbejdede smykker, deres tilgængelighed til dygtig og erfaren arbejdskraft samt en omkostningseffektiv lokal produktion¹⁰⁴.

Som tidligere nævnt under afsnittet om medarbejdere, er medarbejderudvikling og uddannelse af medarbejdere en vigtig faktor for Pandora og deres fremtidige vækst, hvilket også er en del af deres læringskompetence.

Forandringskompetence – Handler om tilpasning og innovation, da det ikke altid er nok bare at følge i andres fodspor, for at opnå at blive en vindervirksomhed¹⁰⁵.

Tilbage i 2007 besluttede Per Enevoldsen at der skulle forandring til i Pandora, og det skulle være en ny direktør. Hans egen store interesse var selve produktionen af smykker, da han jo er guldsmed. Han vidste derfor også, at han ikke alene kunne bære byrden og videre udvikle Pandora til et stort globalt brand, men det kunne et nyt rigtigt lederskab¹⁰⁶.

Pandora holder hele tiden øje med både tiden og trenden, og anerkender vigtigheden i, at være klar til forandringer i forbindelse med udviklingen af produkterne. I 2013 vil Pandora arbejde på nye, innovative koncepter indenfor kategorier som charms og charms-armbånd, og planlægger at lancere et helt nyt koncept af dette i forbindelse med julen 2013¹⁰⁷.

¹⁰¹ Årsrapport 2012, side 21+22

¹⁰² Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 185

¹⁰³ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 185

¹⁰⁴ Børsprospekt, side 2

¹⁰⁵ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 185

¹⁰⁶ http://www.axcel.dk/media/34586/Axcel_News_4.pdf - 24.03.13

¹⁰⁷ Årsrapport 2012, side 5

Relationskompetence – Er evnen til at skabe et netværk, kommunikere med andre og tage ansvar sammen med andre¹⁰⁸.

Pandora har i løbet af 2012 fortsat implementeringen af et ”Four Step CSR Supplier Program”, hvilket omhandler evnen til at skabe et godt samarbejde med sine leverandører, og sørge for at disse følger CSR politikken. ”Four Step CSR Supplier Program” går ud på, at Pandora vil kategorisere, træne og udføre kontrolbesøg hos sine leverandører, samt følge op på, at de lever op til Pandoras leverandørstandarder. Pandoras egne medarbejdere vil foretage kontrolbesøg ved leverandører vedrørende kvalitet, levering, omkostninger og CSR. Pandora forventer at det vil få leverandørerne til at udvikle og engagere sig indenfor de fire områder¹⁰⁹.

Pandora sørger også for at kommunikere med deres medarbejdere. Blandt andet har de i Thailand i 2012 fået oprettet et bibliotek og e-læringscenter, hvor alle medarbejdere har adgang til. På den måde har Pandora fået styrket og forbedret sin organisatoriske åbenhed¹¹⁰. Derudover lancerede Pandora også i februar 2012 en kampagne kaldet ”Pandora Ethics”, hvis mål var at komme ud til alle medarbejdere i koncernen. Det gjorde de blandt andet igennem træningsmoduler¹¹¹.

Meningskompetence – Er evnen til at kunne holde fast i det væsentlige og kunne danne egne meninger i en given situation, samt evnen til at kunne kommunikere dette ud¹¹².

Pandora er bevidst omkring markedsføringens positive medvirken til deres succes. På kort tid har Pandora formået at blive et globalt brand med høj kendskabsgrad samt et positivt image i flere dele af verdenen, og de vil derfor fortsætte med investeringer i markedsføring. Fremadrettet vil en stor del af markedsføringen flytte sig fra de trykte medier til de mere digitale medier. 1,6 millioner ”likes” på Facebook og 2,9 millioner medlemmer af Pandora Club i 2012¹¹³ taler sit tydelige sprog. Denne digitale verden er et helt nyt sted at kommunikere sit budskab ud, og nyheder spredes hurtigt, når folk ”deler” og ”liker” på Facebook. Derfor er det en god og effektiv markedsføringsvej for Pandora, hvor de hurtigt og nemt kan få kommunikeret det de ønsker ud.

¹⁰⁸ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 185

¹⁰⁹ Årsrapport 2012, side 23

¹¹⁰ Årsrapport 2012, side 21

¹¹¹ Årsrapport 2012, side 23

¹¹² Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 185

¹¹³ Årsrapport 2012, side 5

6.1.7.4 Kapabiliteter

Kapabiliteter er færdigheder og forretningsprocesser, som virksomheden mestrer¹¹⁴.

Pandora har udviklet og driver i dag en vertikalt integreret forretningsmodel/forsyningskæde helt fra design, videre til intern produktion og sluttelig til distribution af deres smykker¹¹⁵. Denne vertikalt integrerede forsyningskæde har til formål at forsyne Pandoras forhandlere med produkter, samtidig med at Pandora styrer de udsving der måtte være i efterspørgslen. Derudover skal der sikres rettidig levering samt sørges for, at Pandora ikke har store lagre og sørge for det er en fleksibel produktion, som kan tage sig af vækst og udvikling af nye smykker¹¹⁶.

Pandora har fået skabt en effektiv ordredrevet produktion, hvor de kun har en leveringstid på seks til otte uger¹¹⁷. Vi synes dog at det syner af en lang leveringstid, hvis det gælder deres standard produkter, som fx charms-armbånd.

6.1.8 Opsamling på intern analyse af Pandora

Af Janni Holm Jørgensen

Pandoras interne faktorer har stor betydning for dem, da det er dem de først og fremmest skal efterleve. Pandora har et fælles værdigrundlag, som hele virksomheden lever efter, samt arbejder for at opnå. Pandoras strategi, skal derfor være med til at understøtte deres vision, hvor de har fokus på Pandora brandede salgskanaler, udnytte produktudbuddet, skræddersy tilgangen til nye markeder samt videreudvikle et globalt brand. Disse fire strategier har for mål at give Pandora en yderlig vækst, samt muligheden for at etablere sig på nye markeder, og forhøje markedsandelen på eksisterende markeder.

Pandoras organisationsstruktur vurderes at være organisk, da de sætter medarbejderen i centrum, blandt andet gør de meget ud af medarbejderudvikling. Derforuden besidder Pandora også en kompetent ledelse, hvor der sidder personer med mange forskellige erfaringer.

Procedurerne der får Pandora til at fungere, er blandt andet deres nye ERP system, som samler det hele sammen, og dermed opnår Pandora en ensartethed i blandt andet deres rapportering. Samtidig er deres CSR-strategier en vigtig faktor for både Pandora og deres leverandører, således de ved hvad de skal efterleve, samt hvad de forpligter sig til.

¹¹⁴ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 185

¹¹⁵ Børsprospekt, side 2

¹¹⁶ Børsprospekt, side 63

¹¹⁷ Børsprospekt, side 2

Pandora styres overordnet af bestyrelsen, de har det overordnede ansvar, hvorimod direktionen har ansvaret for den daglige drift samt udvikling af Pandora. For at den daglige drift kan fungere, har medarbejderne en stor rolle. Medarbejderne holdes engageret ved blandt andet medarbejdersamtaler og uddannelse, da Pandora mener at engagerede og kompetente medarbejdere medvirker til en effektiv produktion.

6.2 Ekstern analyse af Pandora

Af Janni Holm Jørgensen

Det er vigtigt for en virksomhed at blive vurderet i forhold til sin omverden. Til dette kan bruges en PESTEL-analyse, hvor der ses på seks områder ved omverdenen, som er: De politiske forhold, de økonomiske forhold, de sociale forhold, de teknologiske forhold, de miljømæssige forhold og de lovgivningsmæssige forhold. Denne analyse er med til at belyse, hvilke muligheder og trusler, som fremtiden kan byde på, hvilket gør det muligt for virksomheden at være på forkant¹¹⁸.

Nedenfor er de seks forhold kort beskrevet.

De politiske forhold i omverdenen kan have stor betydning for virksomhedernes indtjeningsmuligheder. Det betyder derfor meget, at virksomhederne forholder sig til, hvad politiske forandringer kan komme til at betyde for fx virksomhedens resultat efter skat samt mulighederne for at indgå aftaler på det forretningsmæssige plan med konkurrenter, kunder og leverandører¹¹⁹.

De økonomiske forhold har stor betydning for alt aktivitet i samfundet, og har som hovedregel indflydelse på efterspørgslen.

Både renteniveauet og kronens niveau set i forhold til samhandelslande, har stor betydning for indtjeningen i både eksport og import¹²⁰.

De sociale forhold består af, hvordan mennesker udvikler sig med hensyn til behov for sociale relationer.

De teknologiske forhold omfatter det, som udviklingen inden for produkter, processer og distributionskanaler fører med sig. Virksomheden skal forsøge at udnytte udviklingen i disse internt i virksomheden og samtidig være opmærksom på betydningen for kundernes adfærd og ønsker¹²¹.

¹¹⁸ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 48

¹¹⁹ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 50

¹²⁰ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 50

De miljømæssige forhold indebærer hvordan miljøet er med til at påvirke virksomheden og omvendt.

De lovgivningsmæssige forhold er love som har betydning for virksomhedens omverden.

6.2.1 Forhold i omverdenen der kan påvirke Pandora

Alle forholdene er ting i omverdenen, som kan være svære at forud se, samt samtidig også kan være svære at påvirke, derfor er det vigtigt at Pandora er opmærksom på de risici, som er omkring dem, således de har en mulighed for at forsøge at komme dem i forkøbet.

Nedenfor i Tabel 1 ses de forhold i omverdenen, som kan være med til at påvirke Pandora. Efter tabellen vil punkterne blive kommenteret og forklaret.

Politiske forhold	Økonomiske forhold
• Ændring i eksport/import politik • Politisk uro • Ændring i skatte- og afgiftspolitik • Terror	• Arbejdsløshed • Privat forbrug • Økonomisk nedgang / lavkonjunktur • Nye markeder • Stigende råvarepriser • Valutaudvikling • Renteniveauet
Sociale forhold	Teknologiske forhold
• Mode/trends • Forbrugeradfærd • Forbrugernes efterspørgsel • Arbejdsmiljø	• Stigende internethandel • Online salg – risiko for systemsvigt • Produktionsanlæg • Immaterielle rettigheder
Miljømæssige forhold	Lovgivningsmæssige forhold
• Naturkatastrofer • Vejret • Sygdomme • Miljørigtig produktion	• Ændring i lovgivning om arbejdsmiljø • Ændring i løn-overenskomsten for thailandske medarbejdere

Tabel 1: Eksterne forhold der kan påvirke Pandora

¹²¹ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 50+51

6.2.1.1 Politiske forhold

Som tidligere nævnt i opgaven, foregår Pandoras produktion i Thailand. Derfor er det vigtigt at der er åbent for import af råvarer til Thailand, og samtidig åbent for eksport fra Thailand, således varen kan sendes ud til forbrugeren. Det er en mulig trussel, at politikerne lukker landegrænserne for eksport og import af varer til Thailand. Pandora vil da hverken kunne producere eller levere deres varer¹²². Derfor er det vigtigt, at der er åbne grænser for import og eksport til Thailand, for at Pandora kan forsætte sin eksistens, alternativt ville de være nød til at flytte deres produktion væk derfra.

Opstår der politisk uro i Thailand, vil det ligeledes kunne påvirke Pandora. Den politiske situation i starten af 2010 påvirkede dog heldigvis ikke Pandoras drift ret meget¹²³, selvom massedemonstrationer mod regeringen var med til at der var udgangsforbud, hvilket betød en nedgang i produktionen¹²⁴. Der har tidligere også været politisk uro i Thailand i 2008, hvor det betød nogle få dages afbrydelse i forsyningskæden, da Bangkoks to lufthavne var lukket nogle dage, hvilket kan betyde, at det vil være svært for Pandora at få sine produkter eksporteret ud af Thailand. Heldigvis betød denne afbrydelse ikke det store for Pandoras forretning. I mere end de 20 år, hvor Pandoras produktion har lagt i Thailand, har de ikke mærket til nogen væsentlig afbrydelse. Pandora er løbende opmærksom på, hvilke risici der kan være ved at produktionen ligger i Thailand, men vurderer det samtidig med fordelene. Dermed kan Pandora være lidt på forkant, hvis der skulle opstå en ny situation i Thailand, som kunne påvirke Pandoras forsyningskæde¹²⁵.

Pandoras høje investeringsniveau i Thailand blev anerkendt af det thailandske Board of Investment ved, at de i 2010 forlængede Pandoras skattefritagelse i Thailand med otte år. Pandoras fordel ved dette er, at de er fritaget for thailandsk selskabsskat for selskabet PANDORA Production Co., Ltd. (Pandoras thailandske produktionsselskab) og for udbytte betalt af PANDORA Production Co., Ltd til sine aktionærer. Samtidig er Pandora også fritaget for importafgifter på nogle maskiner og råvarer, som indføres i Thailand. Skattefritagelsen forventes at løbe frem til fjerde kvartal 2019¹²⁶. Pandora har en god fordel ved denne aftale, da de ellers ville have mange flere omkostninger vedrørende skat og afgifter fra Thailand.

¹²² Årsrapport 2012, side 19

¹²³ Årsrapport 2011, side 26

¹²⁴ Børsprospekt, side 17

¹²⁵ Årsrapport 2010, side 19

¹²⁶ Årsrapport 2010, side 9

Terror kan også være en trusselfaktor for Pandora, da et terrorangreb kan betyde masseødelæggelser, samt en by/land i ruin, hvilket vil tage lang tid at få genetableret, hvis det rammer, der hvor Pandoras produktion ligger. Samtidig kan de medarbejdere Pandora har ansat i produktionen, risikere at blive udsat for terror, hvilket vil betyde, at Pandora hurtigst muligt skal have ansat nogle nye, for at produktionen kan fortsætte. Terrorangreb opstår blandt andet på baggrund af politisk eller religiøs uenighed.

6.2.1.2 Økonomiske forhold

Arbejdsløshed er et af de økonomiske forhold i omverdenen, som kan være med til at påvirke Pandora i en negativ retning. Når folk ikke har arbejde, mindskes rådighedsbeløbet og dermed forbruget, hvilket sænker Pandoras omsætning, da forbrugeren vil fravælge Pandoras smykker. Et faldende privatforbrug er derfor også en negativ faktor for Pandora. Selvom Pandoras vision er at sælge smykker til overkommelige priser, vil det stadig være et produkt, en forbruger vil nedprioritere i perioder, hvor rådighedsbeløbet falder. Hermed også sagt, at en økonomisk nedgang på et marked og usikre økonomiske udsigter, kan medføre en negativ indvirkning på forbrugsvanerne¹²⁷. Pandora er dog godt stillet ved, at de opererer på flere forskellige markeder og hele tiden forsøger at komme ind på flere nye markeder. Hermed er Pandora ikke kun afhængig af et marked, og usikkerheden er derfor ikke så stor, for at miste hele omsætningen.

Nogle af Pandoras vigtigste og største råvarer er guld og sølv. En prisstigning i sterlingsølv og guld kan påvirke Pandora negativt, da de kan være nødt til at føre prisstigningen over på kunderne. Det er ikke sikkert alle kunder vil acceptere en prisstigning, og nogle vil vælge Pandoras produkter fra. Vælger Pandora ikke at lægge prisstigningen over på kunderne, er de nødt til at sælge produkterne med mindre fortjeneste. Ønsker Pandora fortsat at være i "Affordable Luxury" segmentet er gentagne prisstigninger ikke en option. Der var blandt andet prisstigninger i guld og sølv i 2010 samt 2011, hvilket medførte til nedjustering i forventningerne til omsætningen.

Størstedelen af Pandoras investeringer og aktiviteter foretages i andre valutaer end DKK. De mest anvendte valutaer er USD, EUR, GBP, AUD og CAD¹²⁸. Handel i forskellige kurser kan medføre risiko for en negativ påvirkning af Pandoras aktivitet, pengestrømme, resultat og økonomiske forhold, da valutakursændringer kan opstå. En stor del af Pandoras indtægter forekommer i ovennævnte valutaer. Et fald i disse valutaer mod den danske krone, kan derfor betyde et valutakurstab, og dermed faldende pengestrømme. Mange af Pandoras omkostninger vedrører

¹²⁷ Årsrapport 2012, side 19

¹²⁸ Årsrapport 2012, side 46

indkøb af råvarer fra leverandører, som sælger guld og sølv i USD. De har også råvareindkøb i THB samt andre omkostninger som fx løn til produktionen, der udbetales i THB. Valutakursstigninger i forbindelse med disse omkostninger, vil påvirke Pandora negativt, da de så skal give mere for råvarerne. Omkostningerne vil dermed blive større ved en valutakursstigning¹²⁹.

Det andet største marked for Pandora er Europa, hvor meget handel foregår i EUR, som har meget små valutakursudsving, så her er ikke så stor en valutarisiko¹³⁰.

Pandora forsøger at sikre sig mod disse valutakursudsving ved blandt andet at foretage valutaterminskontrakter¹³¹.

Renteniveauet påvirker ligeledes Pandora økonomisk, hvis udlånsrenten stiger, vil de finansieringer/lånte penge, som Pandora råder over, bliver endnu dyrere at låne, og de vil skulle betale mere i renter. Renten har været lav i en meget lang periode og ikke haft store udsving, så det har ikke været nogen stor risiko for Pandora. Pandora har en intern politik om at forsøge, at minimere renterisikoen ved at styre den samlede varighed på rentefølsomme aktiver og passiver¹³².

6.2.1.3 Sociale forhold

Sociale forhold, der kan påvirke Pandora i omverden, kan være ændring af forbrugeradfærd som følge af ændring i mode og trends. Mennesket i dagens Danmark vil være moderne, og er Pandoras produkter ikke moderigtige, vælger kunderne dem fra. Derfor er det vigtigt at Pandora er opmærksom på, hvad der sker på markedet. Pandora er derfor afhængig af evnen til at udvikle produkter, som følger markedstendenserne samt kundernes præferencer¹³³.

Det er vigtigt, at Pandora reagerer i tide på ændringer i forbrugerefterspørgslen. Gør de ikke det, kan det få en negativ virkning på Pandora. Det er derfor også vigtigt, at Pandoras produkter henvender sig til en bred kundekreds, da forbrugerefterspørgslen kan være forskellig fra land til land.

Pandora kan risikere at fejlbedømme markedet og dermed ikke have forudset forbrugernes præferencer rigtigt. Det kan medføre store varelagere af nogle af produkterne. Brandet kan samtidig lide skade, hvis kunderne opfatter produkterne som umoderne og udenfor markedstendenserne¹³⁴.

¹²⁹ Årsrapport 2012, side 69

¹³⁰ Jf. figur 1, der viser fordeling af den geografiske omsætning.

¹³¹ Årsrapport 2012, side 67

¹³² Årsrapport 2012, side 68

¹³³ Årsrapport 2011, side 26

¹³⁴ Børsprospekt, side 13

Som tidligere nævnt i den interne analyse under medarbejdere, så betyder et sikkert arbejdsmiljø og gode betingelser for medarbejderne meget for Pandora¹³⁵. Det er også vigtigt overfor omverdenen, at have ry for et godt arbejdsmiljø, da det både er med til at påvirke de ansatte til at kunne lide deres arbejdsplads og til at flere får lyst til at arbejde der. Samtidig er det også en vigtig faktor for flere forbrugere, at deres varer er fremstillet under et godt arbejdsmiljø og gode arbejdsforhold.

6.2.1.4 Teknologiske forhold

Igennem årene har teknologien været i stor udvikling. De seneste år er internethandel blevet mere og mere udbredt. Det er lettere for forbrugeren at sidde hjemme og handle, så det kan gøres, hvornår på døgnet de ønsker. Dette kan være med til at påvirke Pandora i en positiv retning, da de også sælger deres produkter online. At det er lettere at tilgå varerne, kan medføre at flere forbrugere vælger at handle online. Pandora mener selv at deres produkter egner sig godt til onlinesalg, da deres priser er tilgængelige, deres produkter også er ideelle som gaver, de sender med lave fragtomkostninger, og de fleste af deres produkter kun fås i en størrelse, på nær ringe og kæder. Dermed vil det være få varer, som bliver returneret¹³⁶.

I 2012 åbnede Pandora en PANDORA eSTORE i Storbritannien, som udbyder hele Pandoras produktsortiment. Resultatet heraf virker lovende, hvorfor Pandora vil udvide den i Storbritannien, samt forsøge at udvikle deres onlinedistribution på alle store markeder. Et af deres mål for 2013 er at åbne PANDORA eSTORE på flere europæiske markeder¹³⁷.

Teknologisk set kan der også være risiko ved online-salg, da hjemmesiden kan være ustabil, og der kan opstå fejl, således kunderne ikke har mulighed for at udføre de nødvendige steps i købsituationen, hvilket kan føre til nedgang i omsætningen. En online back up hjemmeside for internethandel er derfor vigtig. Den sikrer at eventuelle problemer løses hurtigst muligt¹³⁸.

Pandora har fulgt godt med på det teknologiske plan med hensyn til deres produktionsanlæg. Som tidligere nævnt har de i dag fem produktionsanlæg, hvor af det nyeste er taget i brug i 4.kvartal 2011¹³⁹. Her må det vurderes, at Pandora har en teknik af nyeste slags, hvilket er med til at de får en optimal produktion.

¹³⁵ Børsprospekt, side 68

¹³⁶ Årsrapport 2012, side 5

¹³⁷ Årsrapport 2012, side 5

¹³⁸ Børsprospekt, side 16

¹³⁹ Årsrapport 2010, side 9

Med et brand og et produkt som Pandora, opstår risikoen for kopiering af deres produkter. Dette kan være en trussel i omverden, som vil medføre at nogle kunder ikke kan se forskel af Pandoras produkter og kopi-produkterne. Dermed kan man forestille sig at flere vil købe kopi-produkterne, da de vil være billigere end Pandoras. Først efterfølgende vil forbrugeren formodentlig opleve, at produktet har en dårligere kvalitet end forventet, hvilket kan medføre dårligt image for Pandora uden grund. På den måde vil Pandora møde konkurrence på markedet, og samtidig opleve at en vis markedsandel vil blive frataget dem. For at undgå denne situation, kan de sikre deres varemærke og produkter via varemærkeregistreringer og patenter.

Pandora har allerede beskyttet sig på flere måder med et globalt overvågnings-, registrerings- og kontrolprogram. De immaterielle rettigheder udgør varemærker, copyright og patenter. Der udover har Pandora forretningshemmeligheder, karakteristiske produktdesigns, procedurer for fortrolighed og konkurrenceregulering.

Pandora har ansøgt om ord- og figurmærker ved forskellige myndigheder rundt om i verden, blandt andet EU, USA, Australien, Asien og Kina. Varemærkerne er registeret under klasse 14, som omfatter smykker og ure. Varemærkeregistreringen indeholder blandt andet EU-registreringer af "PANDORA" og logoet "PANDORA med et kronet O"

Pandoras patentrettigheder omfatter blandt andet, som tidligere nævnt, rettigheden i forbindelse med Charms-armbåndets funktionalitet. Der er patenter udstedt med virkning for EU's medlemsstater, USA, Australien, New Zealand, Sydafrika, Kina, Schweiz og Norge.

6.2.1.5 Miljømæssige forhold

Naturkatastrofer i Thailand kan forårsage afbrydelser i Pandoras produktion. I juli 2011 blev Thailand ramt af en kraftig monsunregn, som medførte alvorlig oversvømmelse i Bangkok. Pandoras produktionsfabrikker ligger i et industrikvarter for smykkeproduktion i Gemopolis, som ligger lige uden for Bangkok. Generelt er dette område godt drænet og godt beskyttet mod oversvømmelser. Desuden har Pandora implementeret en nødplan for at undgå oversvømmelse, og indtil dags dato har Pandoras produktion ikke haft væsentlige afbrydelser. Den højeste vandstand der blev målt i Gemopolis under monsunregnen i 2011 var 45 cm, og i Pandoras nødplan tillades der en stigning på op til 1,5 meter. Pandora har herudover samtidig lavet en nødplan for flytning af

de væsentlige dele af produktionen, hvis en oversvømmelse skulle give en vandstand over 1,5 meter¹⁴⁰.

Vejret generelt kan ligeledes være en trussel, fx kan voldsomt snevejr betyde, at Pandora ikke kan levere deres varer til tiden, da det ofte er svært at komme frem, hvis det overhovedet vil være muligt.

Der har flere gange været tale om forskellige sygdomme i Thailand og det resterende Asien. Fx SARS, fugleinfluenza og svineinfluenza. Rammes den del af Thailand, hvor Pandoras produktion ligger af disse sygdomme eller lignende, vil det have negativ indvirkning på Pandora, da det er meget smitsomme sygdomme. Pandora kan dermed risikere, at størstedelen af deres medarbejdere bliver sygemeldt samt smitter hinanden. Dermed vil det medføre en nedgang i produktionen, da der ikke vil være nok ansatte til at udføre arbejdet, samtidig med det vil være svært at finde nye medarbejdere, da en stor del af befolkningen kan være smittet med sygdommen¹⁴¹.

Generelt set spiller miljø også en faktor i Pandoras omverden. I dagens moderne samfund værdsætter forbrugerne miljømæssige produkter, fremstillet under ordentlige forhold, således det undlades at skabe forureningen i naturen, og dermed ikke er medvirkende til global opvarmning. I 2012 har Pandora fokuseret på udviklingen af en miljøstrategi og forbedring af medarbejdernes miljøbevidsthed. De har målt og synliggjort Pandoras fremskridt på miljøområdet ved at offentliggøre resultaterne internt i virksomheden. Pandora fik i 2012 ISO14001 – certificering for miljøledelse, hvilket viser at Pandora forarbejder produkterne på den mest miljørigtige måde¹⁴².

I sommeren 2009 fremstillede Pandora nogle charms af træ. Disse charms var FSC-certificeret og udviklet i samarbejde med Rainforest Protection Initiative, som går ind for at beskytte tropiske regnskove og deres dyreliv, hvilket synliggør Pandoras ønske om at bevare naturen¹⁴³.

Pandoras sterlingsølv og guld (14K og 18K) bliver blandet med en grundlegering (et slags stof med metalliske egenskaber). Pandora handler kun med leverandører, som kan vise certificering og dokumentation for, at den anvendte legering ikke indeholder giftstoffer eller allergener (et stof som kan fremkalde allergi)¹⁴⁴. Dette påviser igen, at Pandora selv værdsætter, at deres varer er miljørigtige produceret.

¹⁴⁰ Årsrapport 2011 side 26 + Årsrapport 2012 side 19

¹⁴¹ Børsprospekt, side 17

¹⁴² Årsrapport 2012, side 24

¹⁴³ Årsrapport 2009, side 17

¹⁴⁴ Årsrapport 2009, side 17

6.2.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

Lovgivningsmæssige forhold, kan føre til omkostninger for Pandora, hvis der fx bliver ændret i lovgivningen for arbejdsmiljø. En ny lov om større krav til udluftning i produktioner ville betyde, at Pandora ville være nødt til at investere penge i større og bedre udluftningsanlæg, for fortsat at leve op til arbejdsmiljøkravene.

Man kunne også forestille sig, at der blev ændret i lovgivningen for overenskomster. Det kunne blandt andet være, at der kom en ny lønoverenskomst for thailandske medarbejdere, som krævede en højere timeløn, hvilket ville give en stigning i produktionsomkostningerne. Det vil enten medføre en mindre indtjening på produkterne eller en nødvendig prisstigning, hvis dækningsbidraget skal opretholdes. Det vil nok blive det første, da vi tidligere har set, at Pandoras prisstigninger ikke var nogen succes, hvormed de vil bevæge sig ud af det segment, de ønsker at befinde sig i ”luksus til overkommelige priser”.

6.2.1.7 Opsamling af ekstern analyse af Pandora

Politiske forhold i omverden, som kan være med til at påvirke Pandora, er blandt andet ændring af import og eksport grænserne, da de så ikke vil kunne få råvarer ind i Thailand eller deres færdigvarer ud af Thailand. Politisk uro kan også være med til at påvirke fx Pandoras eksport af varer, da det tidligere er forekommet, at lufthavne har været lukket i nogle dage på baggrund heraf. Ophører aftalen om skattefritagelse, vil det også påvirke Pandora i en negativ retning.

De økonomiske forhold der kan påvirke Pandora er stigende arbejdsløshed, faldende privat forbrug og generelt lav konjunktur. Det er med til folk får et mindre rådighedsbeløb, hvilket gør de prioriteter luksusvarer fra. En stigning i råvarepriserne får også betydning for Pandora, da de enten vil få et mindre dækningsbidrag på deres varer, eller også skal salgspriserne hæves.

Valutakursudsving er også en faktor der kan påvirke Pandora, samtidig med renten kan påvirke deres låneomkostninger.

Ved de sociale forhold skal Pandora være opmærksom på den skiftende mode og trend. For at kunne forblive som en af de største på smykkemarkedet, skal de være opmærksom på ændringer heri. Er deres produkter ikke moderigtige, er det med til at forbrugerefterspørgslen falder. Arbejdsmiljøet er for Pandora en vigtig faktor, samtidig med det også betyder meget for forbrugerne, at varen er produceret under ordentlige forhold.

Internethandel er blevet mere og mere in blandt befolkningen. Dette er en mulighed for Pandora til at vækste, men samtidig er det også vigtigt, at det bliver overvåget, således man undgår

systemsvigt, da det vil påvirke Pandora i en negativ retning. Pandora har i dag fem nyere produktionsanlæg, hvilket må vurderes at de er godt med vedrørende det teknologiske. De immaterielle rettigheder er beskyttet i en del lande i form af deres navn og logo med det kronede o, hvilket gør at folk ikke må kopiere og bruge deres navn.

Under de miljømæssige forhold har naturen en stor betydning. Der er tidligere set høje vandstande omkring produktionsbygningerne, og vil de blive endnu større, kan de risikere at beskadige produktionen, men Pandora har nødplaner herfor, hvis det skulle ske. Desuden vil også vejret generelt og sygdomme kunne påvirke Pandora.

Ændring i lovgivningsmæssige forhold som fx arbejdsmiljøet eller en lønoverenskomst, kan have betydning for Pandora, da det ofte vil være en større omkostning for dem, i form af stramning i arbejdsmiljøet eller en stigning i lønningerne.

6.3 Konkurrent- og branche analyse af Pandora

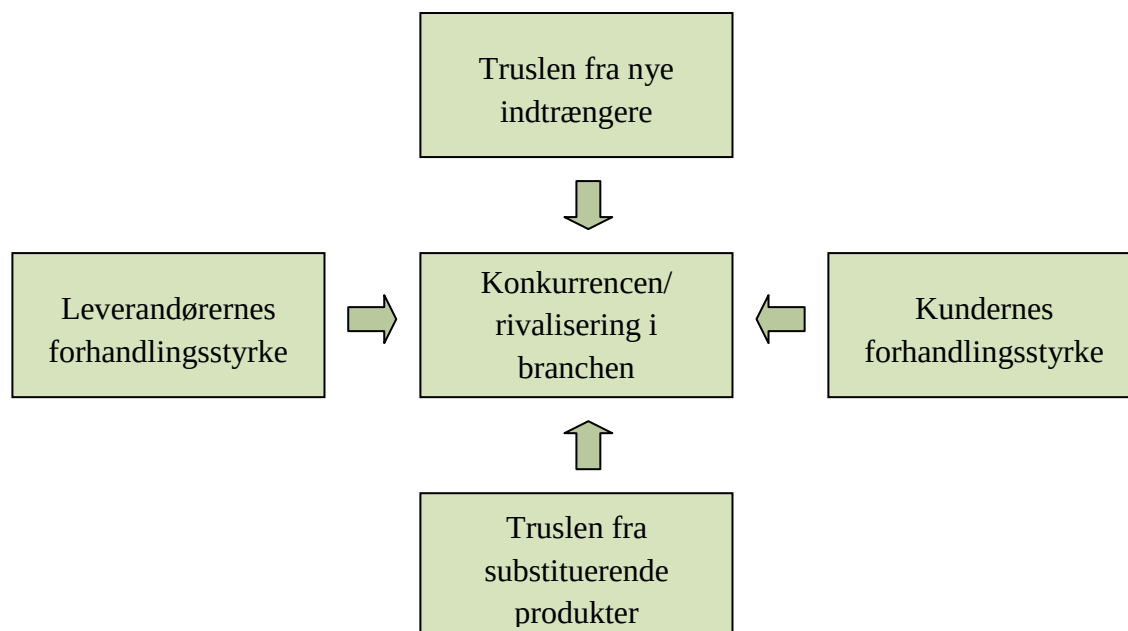
Af Line Christensen

I den eksterne analyse har vi med PESTEL-analyse belyst, hvilke faktorer i virksomhedens makromiljø, der danner de ydre rammer for virksomheden og dermed, hvilke faktorer der kan have størst indflydelse på Pandoras værdiskabelse samt forhold de skal indpasse sig under. Den videre analyse omhandler konkurrencesituationen, som vurderes ved hjælp af en brancheanalyse. Hertil benyttes modellen Michael Porters Five Forces, hvormed vi vil vurdere konkurrencen samt de fremtidige indtjeningsmuligheder indenfor smykkebranchen.

Formålet med Porters Five Forces er at undersøge hvor eftertragtet branchen er samt konkurrencesituationen for de virksomheder, der befinder sig i branchen. Ligeledes er der behov for at foretage en analyse af virksomhedens styrker og svagheder i forhold til konkurrenterne samt afhængigheden af leverandører og kunder.¹⁴⁵ Porters Five Forces er dermed en brancheanalyse, der bruges til at vurdere virksomhedens indtjeningspotentiale i fremtiden, i forhold til deres mulige konkurrenter. Dermed vurderes det, hvordan virksomheden påvirkes gennem de fem konkurrencekræfter, der samlet påvirker en branches gennemsnitlige rentabilitet: Truslen fra nye indtrængere, rivalisering mellem eksisterende virksomheder, truslen fra substituerende produkter,

¹⁴⁵ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 61

leverandørernes forhandlingsstyrke og kundernes forhandlingsstyrke¹⁴⁶. Nedenfor i Figur 4 ses en illustrationen af Porters Five Forces.



Figur 4: De fem konkurrencekræfter – Michael Porters Five Forces¹⁴⁷

Figur 4 viser, at der konstant foregår en rivalisering blandt de eksisterende virksomheder i branchen, mens de samtidig påvirkes af de fire øvrige aktører; nye indtrængere, kunderne, leverandørerne og substituerende produkter. Jo svagere påvirkningen er fra disse konkurrencekræfter, jo mere værdiskabende er branchen, men samtidig kan dette også gøre branchen mere attraktiv for nye virksomheder. Den potentielle mulighed for at skabe overnormale overskud, bestemmes derfor af konkurrencen i branchen, mens det er forhandlingsstyrken overfor leverandørerne og kunderne der påvirker det aktuelle overskud¹⁴⁸.

I det følgende vil de fem konkurrencekræfter for Pandora blive gennemgået.

6.3.1 Konkurrencen/rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

Både nationalt og internationalt er der mange virksomheder i smykkebranchen, hvorfor der er stor konkurrence i branchen. Målt ud fra omsætningen, er Pandora blandt en af verdens største smykkevirksomheder. De er kun overgået af amerikanske Tiffany & Co. og schweiziske Richmond,

¹⁴⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 69-76

¹⁴⁷ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 62

¹⁴⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, side 74

der står bag Cartier. De to virksomheders produkter er dog i en noget højere prisklasse end Pandoras¹⁴⁹. Denne position gør Pandora til en af markedslederne i branchen.

Som nævnt tidligere udbyder Pandora smykker i Affordable Luxury-segmentet, der betegnes som kvalitets- og luksussmykker til en overkommelig pris. Dette segment udgør en stor del af det globale marked for ægte smykker, hvorfor Pandora har mange konkurrenter indenfor deres segment.¹⁵⁰

Pandoras koncept med Charms udgør, med 87,25 %, klart den største del af omsætningen og er dermed deres største indtægtskilde¹⁵¹, hvilket gør produktet særdeles vigtigt for Pandora. Med dette koncept befinder Pandora sig i en niche. Selvom Pandora er den største aktør indenfor charms konceptet, udbydes det dog også af flere andre virksomheder bl.a. Carlo Biagi Jewellery, Bacio Italy, Chamilia og Troldekugler, hvorfor disse er nogle af Pandoras primære konkurrenter.¹⁵²

Til trods for, at Pandora er en af de største udbydere på markedet indenfor segmentet, findes der også en række mindre konkurrenter på det nationale niveau. Selvom disse ikke er lige så store internationalt, er det bestemt virksomheder, som Pandora bør være opmærksomme på, da de kan tage markedsandele fra Pandora på lokale markeder. Eksempelvis er der flere danske smykke virksomheder, som befinder sig i segmentet Affordable Luxury, ligesom Pandora. Disse er blandt andet Kranz & Ziegler, Pilgrim, Aagaard, Dyrberg Kern og Spinning Jewelry. Disse virksomheder er dog ikke helt lige så store som Pandora, men blandt andet Spinning Jewelry er ved at udvide deres marked til andre lande¹⁵³, hvorfor disse også må anses for at være væsentlige konkurrenter, specielt på nationalt niveau indtil videre.

Det samlede globale marked for ægte smykker, voksede fra 1999-2009 gennemsnitligt med ca. 2,9 % om året, men indeholdt et fald i markedets estimerede værdi i 2009 på grund af den globale økonomiske krise. Grundet krisen var markedet for Affordable Luxury frem til 2009-2010 positivt påvirket af kunder, der skiftede fra Luxury- og High End Jewelry-segmentet, hvilket Pandora også mærkede¹⁵⁴. Efterhånden som den globale økonomi bliver stabiliseret igen, kan dette blive en trussel for Pandora, da de kan risikere, at kunderne der er kommet til, skifter tilbage til de mere eksklusive og dyre produkter igen.

¹⁴⁹ <http://npinvestor.dk/nyheder/pandora-peerselskab-tiffany-saenker-forventningerne-246009.aspx> - 11.03.13

¹⁵⁰ Børsprospekt, side 42 + 45

¹⁵¹ Årsrapport 2012, side 14

¹⁵² Børsprospekt, side 44

¹⁵³ http://deltaq.dk/news/10-09-27/Spinning_Jewelry_rider_med_p%C3%A5_Pandora-b%C3%B8lgen.aspx - 11.03.13

¹⁵⁴ Børsprospekt, side 41 + 44

Som det også er nævnt i PESTEL-analysen er smykkebranchen i høj grad påvirket af mode og forbruger trends, der hurtigt kan skifte. Succes er derfor blandt andet baseret på, hvor godt virksomheden kan ramme kommende trends. Branchen er dermed omskiftelig og produktdifferentiering er nødvendigt, således at virksomheden og smykkerne fortæller en unik historie til kunderne. Til trods for, at Pandora er en af de største aktører på smykkemarkedet, kan de derfor aldrig vide sig sikker på succes, da moden hurtigt kan ændre sig, hvorfor de må skille sig ud, hvis de vil bevare positionen i et marked med så stor konkurrence.

Da kunderne oftest har præference for udbydere og produkterne, ligesom prisen og kvaliteten kan svinge fra udbyder til udbyder, foregår der dermed også en differentiering af produkterne. Smykkeproducenterne befinder sig på det heterogene marked. Da der samtidig, som beskrevet ovenfor, er mange konkurrenter både på verdensplan men også lokalt, befinder smykkebranchen sig derfor i markedsformen monopolistisk konkurrence.

Samlet set, må konkurrencen i smykkebranchen vurderes at være hård. Der er mange forskellige konkurrenter både nationalt og internationalt i samme segment som Pandora, som Pandora bør være opmærksomme på. Som en af de største i smykkebranchen, vurderes Pandora dog at stå forholdsvis stærkt, i og med at brandet er udbredt i største dele af verden og fortsat udvider til nye markeder, blandt andet Asien, Italien, Rusland og Frankrig¹⁵⁵, mens konkurrenten Tiffany & Co. har ca. 50 % af deres omsætning på et marked, nemlig USA¹⁵⁶. USA er dog også et stort og vigtigt marked for Pandora, men da Pandora har en stærk position på flere markeder og fortsat udvider til nye markeder, betyder det også, at de er mindre følsomme og udsatte, hvis et marked skulle svigte¹⁵⁷.

6.3.2 Truslen fra nye indtrængere

Nye deltagere vil komme til markeder, når der er mulighed for at opnå overnormalt overskud og adgangsbarriererne er lave¹⁵⁸. Truslen fra nye indtrængere afhænger derfor overordnet set af, hvilke adgangsbarrierer der er, men også af forhold som fx stordriftsfordel, krav til knowhow, graden af produktdifferentiering og kundernes skifteomkostninger¹⁵⁹. Alt andet lige, er det en trussel for Pandora, når der kommer en ny udbyder ind på markedet i og med, at det på længere sigt kan betyde, at Pandora mister markedsandel. Netop derfor er det relevant at se på, hvor attraktivt det er at komme ind i branchen.

¹⁵⁵ Årsrapport 2012, side 5

¹⁵⁶ Årsrapport 2011, Tiffany og Co., side K-4

¹⁵⁷ Årsrapport 2012, Pandora, side 19

¹⁵⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 72

¹⁵⁹ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 65

Størrelsen på adgangsbarriererne til smykkebranchen, vurderes at afhænge af, hvor stor virksomheden ønsker at være, hvorfor adgangsbarriererne både kan være høje og lave. Mindre smykkevirksomheder, kan forholdsvis let starte en virksomhed op blandt andet som internethandel eller små detailhandlere. Her er ikke de store adgangsbarrierer, da de ofte vil starte med små kollektioner, og det vil ikke være nødvendig med større investeringer i produktionsudstyr, udvikling af design og markedsføring af produkterne. Dog vil investering i et varelager være nødvendigt. Det kræver derfor ikke så meget, at starte en mindre smykkevirksomhed op, ligesom disse heller ikke vurderes som nogen større trussel for Pandora.

Ønsker en ny virksomhed at blande sig i toppen af smykkeudbydere, og hermed udgøre en stor trussel for Pandora, vil adgangsbarriererne være høje, da det kræver stor kapital at etablere en ny virksomhed, ligesom den rette viden indenfor smykkeindustrien skal være til rådighed.

De store aktører på markedet køber store mængder ind ad gangen. Dermed er der også mange penge bundet i lagere, hvilket kan være et problem for nystartede eller små virksomheder, der kan være tvunget til at købe ind i mindre partier, og dermed betale mere for råvarerne.¹⁶⁰ De etablerede virksomheder, kan derfor udnytte deres stordriftsfordele overfor deres nye konkurrenter. Ligeledes er der en høj grad af produktdifferentiering i branchen, hvilket kræver massiv markedsføring, hvis man er ny aktør og ønsker at skabe et stærkt og troværdigt navn, image og brand.

Adgangsbarriererne på dette niveau vurderes deraf at være høje.

Et eksempel på en stor trussel er, hvis nye indtrængere kommer som en eksisterende virksomhed fra en anden branche. Det kunne fx være en tøjproducent, der udvider deres sortiment til også at omfatte smykker. Virksomheden har således formentlig i forvejen bygget et velkendt brand og image op og har ydermere kapital, stordriftsfordel og viden til rådighed, hvilket kan være medvirkende til, at de hurtigt kan blive en seriøs konkurrent. Det kræver dog fortsat relative store investeringer i nyt produktionsudstyr.

Kundernes skifteomkostninger ses ikke som værende store, hvorfor nye virksomheder godt kan vinde kunder fra eksisterende virksomheder. Pandoras største indtægt kommer som nævnt tidligere fra charms armbånd, hvorfor der kan være loyalitet overfor dette produkt. Da det er et produkt man bygger videre på må det formodes, at forbrugeren ikke uden videre udskifter sin samling af charms med et andet brand, hvilket kan være en fordel for Pandora. Her har de formentlig first mover advantage i forhold til eventuelle nye konkurrenter, da det ses som en fordel at være en af de første i

¹⁶⁰ <http://www.business.dk/navne/rekordhoeje-guld-og-soelvpriser-piner-smykkebranchen> - 11.03.13

branchen, når hovedproduktet er et ”samle sæt” man bygger videre på. Det kan dog blive en trussel, hvis en ny konkurrent kopierer deres charms og hele ideen bag det, eller ganske enkelt udvikler charms, der passer til Pandoras armbånd. Det forsøger Pandora dog at forhindre ved at have patentrettigheder på dele af charms serien¹⁶¹.

Samlet set vurderes truslen fra nye indtrængere ikke, at være så stor, medmindre der er tale om en stor startkapital til opbygning af produktionsanlæg med videre, da adgangsbarriererne vurderes at være høje, hvis man vil konkurrere på et højt niveau og gøre sig bemærket. Desuden kræver det også stor erfaring og knowhow, hvorfor der formentlig vil gå mange år, før en helt nyopstartet virksomhed kan gøre sig bemærket på det internationale marked. Disse virksomheder kan dog hurtigere blive en trussel på lokale markeder.

6.3.3 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter udgør produkter, der kan yde samme funktion som virksomhedens produkter. Derfor belyses hvorvidt der findes produkter eller virksomheder i andre brancher, som har mulighed for at dække samme behov, eller kan udøve samme funktion og dermed overtage markedet.¹⁶² Truslen afhænger derfor af prisen og ydeevnen ved de konkurrerende produkter, ligesom kunderne skal være villige til at substituere¹⁶³. Substituerende produkter kan dermed være en trussel mod indtjeningsmulighederne, da de kan begrænse priserne på virksomhedens produkter samt mindske salget. Det er derfor nødvendigt, at man, uanset branche, forholder sig til, hvilke substituerende produkter der måtte være.

Pandora og smykkebranchen, hører til i kategorien med forbrugsgoder, hvilket gør, at de også konkurrerer med fritids- og underholdningsprodukter¹⁶⁴. Smykker er ligesom mange andre produkter, ikke en nødvendighedsvarer, og derfor konkurrerer de med mange andre produkter om folks rådighedsbeløb. Dermed kan der i større eller mindre grad være mange konkurrenter med substituerende produkter i kategorien med forbrugsgoder, hvis man ser overordnet på det.

Mere præcist betegnes smykker som et accessory. Accessories er noget de fleste kvinder bruger i dagligdagen. Da et accessory er let at udskifte med andre produkter, hvor man får næsten samme behov opfyldt, kan der i denne kategori være flere forskellige substituerende produkter. Det kunne fx være tørklæder, sko, tasker, briller og make-up. Hvilket accessory der benyttes afhænger af,

¹⁶¹ Årsrapport 2012, side 22

¹⁶² Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 68

¹⁶³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2010, side 74

¹⁶⁴ Årsrapport 2012, side 18

hvordan moden er, hvorfor et skift i moden kunne udgøre en trussel. Her kan det fx nævnes, at tørklæder de seneste år og fortsat er særdeles populære, hvilket gør, at mange bruger disse frem for halskæder. Det vurderes dog ikke, at smykker som sådan vil gå af mode, så det kan være en stor trussel for smykkebranchens på længere sigt.

Pandora må også se produkter fra detailhandlere som fx Pieces, H&M, Glitter og Gina Tricot, som mulige substitutter til smykker, da substituerende produkter defineres som produkter, der har eller kan udføre samme funktion som virksomhedens produkter¹⁶⁵. Selvom de nævnte ikke sælger ægte smykker, har de samme funktion, men til en lavere pris, hvilket gør, at de i nogen grad kan ses som substitutter for ægte smykker. Det vurderes, at det særligt er ved yngre kvinder, at dette er tilfældet.

En massiv trussel for Pandora vil være, hvis interessen for charms forsvinder, og produktet bliver umoderne. Dette fordi langt størstedelen af indtægterne, som tidligere nævnt, netop kommer fra charms armbånd og charms. I forhold til charms armbånd kan alle andre smykker derfor ses som substituerende produkter, og specielt produkter fra andre virksomheder, der producerer charms armbånd, fx Kranz & Zieglers, da deres produkter adskiller sig fra Pandoras ved, at deres charms armbånd hovedsageligt produceres i læder.

Alt i alt vurderes der, at være en vis trussel fra substituerende produkter, og truslen afhænger i høj grad af mode og trend. Substitutter til smykkebranchen generelt ses som begrænset. En trussel for branchen kan være billigere smykker som mange tøjbutikker sælger eller andre former for accessories. Det kan være en stor trussel for Pandora, hvis charms armbånd bliver umoderne og bliver substitueret af andre armbånd. Ligeledes kan eksterne forhold som fx den globale økonomiske krise ses som en stor trussel for branchen, da konkurrencen i kategorien med forbrugsgoder vil blive hård og alle virksomheder, der sælger forbrugsgoder kæmper om kundernes rådighedsbeløb.

6.3.4 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke kan påvirke en branches aktuelle overskud. Derfor er den økonomiske magt af stor betydning for den samlede rentabilitet for virksomhederne i branchen. Købernes forhandlingsstyrke bestemmes af to faktorer, prisenfølsomhed og den relative

¹⁶⁵ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 62

forhandlingsstyrke¹⁶⁶. I det følgende klarlægges, i hvor stor udstrækning Pandora vurderes at være afhængige af deres kunder¹⁶⁷.

Forhandlere og slutbrugen kan begge ses, som kunder, og det er derfor vigtigt at skelne mellem dem. Forhandlerne af Pandora smykker, må ses som nærmeste kunder. Det er hos disse, der konkurreres med øvrige smykkeproducenter om plads i butikkerne. Her benytter Pandora flere forskellige salgskanaler, hvor en stor del er Pandoras egne brandede butikker¹⁶⁸. Kundernes forhandlingsstyrke ses derfor ikke som værende stor, da de ikke brandede forhandlere ofte består af mindre smykkeforhandlere, ligesom der uden tvivl vil være forhandlere, der vil sælge Pandoras produkter, hvis der er efterspørgsel efter dem på markedet. Desuden har Pandora opstillet særlige retningslinjer, som forhandlerne bliver præsenteret for fra starten, blandt andet med hensyn til hvordan smykkerne præsenteres i butikkerne, hvormed forhandlerne ved, hvad de går ind til og forpligtiger sig til, allerede fra de får de første Pandora smykker i butikkerne.

Yderligere har Pandora udviklet et e-læringssystem, som sikre alle forhandlere verden over agerer ens og værner om Pandoras brand, image og produkter¹⁶⁹. Pandora er afhængige af disse forhandlere/kunder overalt i verden, og derfor vælges de med stor nøjagtighed. På den baggrund ses også, at antallet af brandede butikker er stigende, mens det samlede antal af forhandlere faldt med 358 i 2012¹⁷⁰, hvilket indikerer, at ikke-brandede forhandlere bliver sorteret fra til fordel for konceptet med brandede butikker, hvor Pandora selv styrer en del.

I sidste ende er det dog slutbrugerne, der er Pandoras kunder, og dermed er de også forbrugerne af deres produkter. Som enkelt individer, har de ikke en særlig stor forhandlingsstyrke, men som gruppe må de formodes at stå stærkt og have forholdsvis stor forhandlingsstyrke, da Pandoras omdømme blandt forbrugerne kan påvirke omsætningen. Har en kunde fx haft en dårlig eller god oplevelse med Pandora produkterne eller deres service, fortælles det formentlig videre til en anden, som igen fortæller det vider til en tredje osv. Dermed kan en god eller dårlig hændelse hurtig få indvirkning på forbrugernes holdning til Pandora og deres produkter, og dermed om en gruppe af kunder vil vælge et Pandora produkt. Da der samtidig findes utallige smykkeproducenter i samme segment som Pandora, har kunderne, som sagt, mange forskellige mærker at vælge imellem samtidig med, at der ikke er særlig store omkostninger forbundet med at skifte til et andet mærke.

¹⁶⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2010, side 75

¹⁶⁷ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens Forlag, 3. udgave, 2010, side 69

¹⁶⁸ Årsrapport 2012, side 13

¹⁶⁹ Årsrapport 2012, side 24

¹⁷⁰ Årsrapport 2012, side 13

Dette kan derfor påvirke Pandora negativt, da det er nemt for forbrugerne at skifte Pandoras produkter ud med et andet mærke, hvorfor det er vigtigt, at Pandora altid er villige til at yde sit bedste for at imødekomme forbrugernes ønsker.

Der kan desuden være en vis prisfølsomhed overfor slutbrugerne, hvilket Pandora også har mærket ved at salget svigtede, da priserne steg. Som gruppe står forbrugerne dermed med en vis forhandlingsstyrke. Pandora skal derfor sørge for, at der skabes et behov for deres smykker, men mest af alt for brandet Pandora, ligesom de skal sørge for at der værnes om et godt omdømme, der er medvirkende til at skabe loyalitet hos slutbrugerne.

Overordnet vurderes kundernes forhandlingsstyrke dermed til at være begrænset, når man ser på forhandlerne som de primære kunder. De vil ikke kunne udgøre den store trussel for Pandora, da de også i fremtiden forventer at åbne flere butikker med eget brand. Ser man derimod på slutbrugerne står de med en større forhandlingsstyrke, da de har mulighed for at skifte over til andre mærker, hvis fx priserne stiger eller servicen bliver for dårlig, og Pandora dermed ikke lever op til forventningerne.

6.3.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandører har en høj forhandlingsstyrke overfor virksomhederne i branchen, når der er få leverandører, antallet af substitutter er begrænset og deres ydelse er kritisk for kundernes forretning¹⁷¹.

Pandora producerer selv størstedelen af deres produkter i Thailand. Dermed er det hovedsageligt råvarer som guld og sølv de køber hos leverandørerne, men de har også behov for halvfabrikata og andre råvarer såsom perler, diamanter, kæder og læderarmbånd. Ligeledes købes produkter der ikke indgår i smykke kategorien hos Pandoras outsourcing-partnere, blandt andet solbriller¹⁷².

Da de fleste af Pandoras råvarer er naturressourcer, er der ikke ubegrænset udbud af disse, ligesom der ikke findes nogen direkte substituerende produkter. Som udgangspunkt betyder dette, at leverandørerne har en stor forhandlingsstyrke. Pandora er dog en stor spiller i smykkebranchen og aftager dermed store mængder råvarer, hvilket betyder, at de har en bedre forhandlingsstyrke end mindre smykkeproducenter.¹⁷³

¹⁷¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2010, side 76

¹⁷² Børsprospekt, side 63

¹⁷³ <http://www.business.dk/navne/rekordhoeje-guld-og-soelvpriser-piner-smykkebranchen> - 11.03.13

Pandora benytter sig af tre hovedleverandører til levering af sølv, mens guldet bliver købt på spotmarkedet gennem lokale forhandlere i Thailand. Desuden har de mere end fem leverandører af ædel- og halvædelsten¹⁷⁴. Dermed er de ikke afhængige af én leverandør. Da der ikke er ubegrænset mængder af guld og sølv, svinger priserne ud fra udbud og efterspørgsel. De seneste år har priserne for guld og sølv været stigende¹⁷⁵. Disse stigninger kan Pandora dog ikke overføre til kunderne, når de ønsker at blive i segmentet for Affordable Luxury, hvorfor de anvender finansielle instrumenter som terminskontrakter til at mindske risikoen ved udsving i priserne på guld og sølv 12 måneder ud i fremtiden. Dette betyder dog ikke, at prisstigningerne ikke påvirker Pandoras endelige årsresultat, da de fortsat bliver påvirket af udviklingen i priserne, hvilket dog er lidt forskudt¹⁷⁶. Samtidig skal man huske på, at konkurrenterne også bliver påvirket af denne udvikling.

Pandora stiller nogle krav til deres leverandører i og med at de, som tidligere nævnt, har implementeret en politik indenfor Corporate Social Responsibility (CSR). Denne politik stiller ikke kun krav til Pandora, men også deres leverandører på områder som fx menneskerettigheder, miljø og antikorrupition¹⁷⁷. Da Pandora skal være sikker på, at deres leverandører efterkommer disse krav, bliver deres antal af mulige leverandører dermed også mere begrænset, men de har fortsat mulighed for at vælge. Da Pandora må formodes at være en stor kunde hos deres leverandører, er det også medvirkende til, at de har en stor forhandlingsstyrke overfor disse. Derfor er flere leverandører måske også villige til at efterkomme kravet om, at overholde CSR politikkerne og Pandoras retningslinjer, da de ellers vil miste Pandora som kunde.

Samlet set vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke ikke at være særlig stor, til trods for priser der er svære at påvirke og Pandoras særlige krav til leverandørerne. Dette på grund, at Pandora ikke er afhængig af en enkelt leverandør, og at de er store aftagere, hvilket øger deres forhandlingsstyrke.

6.3.6 Opsamling på konkurrent- og brancheanalyse af Pandora

På baggrund af ovenstående, vurderes det, at den største trussel for Pandora er den hårde konkurrence, der er i branchen blandt de eksisterende udbydere. Der er generelt mange udbydere i Affordable Luxury segmentet, både nationalt og internationalt. Nogle af de største konkurrenter for Pandora er dog de virksomheder, der også befinder sig i nichen, der bygger på konceptet med charms, da salget af charms udgør langt størstedelen af Pandoras indtægter. Truslen fra nye

¹⁷⁴ Børsprospekt, side 64

¹⁷⁵ <http://www.business.dk/navne/rekordhoeje-guld-og-soelvpriser-piner-smykkebranchen> - 11.03.13

¹⁷⁶ Årsrapport 2012, side 18 + Børsprospekt, side 64

¹⁷⁷ Årsrapport 2012, side 23 + Børsprospekt, side 64

indtrængere ses ikke som stor, da adgangsbarriererne vurderes som forholdsvis høje, hvis der vil konkurreres på samme niveau som Pandora. Nyopstartede virksomheder kan dog relativt hurtigt blive en trussel på et nationalt marked, hvilket gør, at der alligevel er en vis form for trussel herfra, da de kan tage markedsandel der.

Konkurrencen fra substituerende produkter vurderes at være moderat. Truslen synes i høj grad at afhænge af moden, og hvilke ændringer der er i denne. Her vil det være en stor trussel, hvis charms armbånd bliver umoderne, da det vil påvirke Pandoras indtjeningspotentiale og muligheder for vækst i fremtiden. Desuden vil forskellige accessories kunne erstatte smykker, hvilket dog ikke ses som nogen større trussel på lang sigt. I det store billede er det dog forbrugernes rådighedsbeløb, der kæmpes med andre forbrugsgoder om.

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes ikke som værende særlig stor. Pandora har flere forskellige leverandører og de er en stor virksomhed, hvilket gør, at deres styrke overfor leverandørerne synes relativt gode. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes heller ikke som faretruende stor, men den er til stede i en vis grad. Forhandlerne har ligesom leverandørerne begrænset forhandlingsstyrke overfor Pandora, da der åbnes flere butikker med eget brand. Som gruppe har slutbrugerne dog en vis forhandlingsstyrke, da de har mulighed for at skifte til et andet mærke, hvis prisen eller kvaliteten på Pandoras smykker ikke lever op til forventningerne.

Dermed ses branchen som attraktiv, men som en af de største i segmentet Affordable Luxury synes Pandora at stå relativt stærkt. Det vil dog fortsat kræve stærk og effektiv branding samt stor strategisk planlægning, for at det er muligt at bevare den stærke position i et marked med hård og stigende konkurrence.

6.4 SWOT-analyse af Pandora

Af Line Christensen & Janni Holm Jørgensen

Nedenfor vil vi udarbejde en SWOT-analyse af Pandora, hvor vi vil samle op på de foregående afsnit samt komme ind på hvilke yderligere faktorer, der er med til at påvirke deres stærke og svage sider, samt hvilke muligheder og trusler der er for dem.

6.4.1 Styrker

- CSR - Corporate Social Responsibility – en politik om samfundsansvar¹⁷⁸
- Certificering i miljøledelse og arbejdsmiljøledelse¹⁷⁹

¹⁷⁸ Årsrapport 2010, side 25

¹⁷⁹ Årsrapport 2012, side 24

- Varemærkeregistreringer, copyright, patenter¹⁸⁰
- Pandora Club og Facebook side¹⁸¹
- Onlinesalg/internethandel¹⁸²
- Ikke afhængig af enkelte leverandører¹⁸³
- Business Continuity Management funktion¹⁸⁴
- Nyt ERP-system¹⁸⁵
- Medarbejderudvikling¹⁸⁶
- Skattefritagelse i Thailand¹⁸⁷
- Kvalitetstjek¹⁸⁸
- 20 års erfaring
- Befinder sig på mange markeder/lande
- Kontrol over hele værdikæden / vertikal forsyningsmodel
- Stor vækst trods den globale økonomiske krise
- Stærkt og velkendt brand

CSR politikkerne er en styrke for Pandora, da det giver dem et godt ry og en god omtale. Kunderne ser Pandora som en virksomhed, der ikke kun tænker på at få sine produkter produceret, men også på, hvordan de bliver produceret og hele processen deromkring. Det skal foregå under acceptable vilkår

Certificeringer i miljøledelse og arbejdsmiljøledelse er også med til at Pandora får et godt image. Pandora har det på skrift, hvilket for nogle kan være mere troværdigt. Forbrugerne vil se Pandora som en virksomhed, der gør noget for omverdenen. De vil skabe et godt miljø og mindske forurening fra deres produktion, samtidig betyder arbejdsmiljø også noget for en del forbrugere, i og med at de ved, at produkterne fx ikke bliver fremstillet af børnearbejde. Samtidig har arbejdsmiljøet også stor betydning for medarbejderne.

Det at Pandora har foretaget varemærkeregistreringer af deres navn og logo samt patentrettighed på Charms-armbåndet funktionalitet, er med til at styrke deres navn og produkter mod kopieringer.

¹⁸⁰ Årsrapport 2012, side 21

¹⁸¹ Årsrapport 2012, side 5

¹⁸² Årsrapport 2012, side 5

¹⁸³ Børsprospekt, side 64

¹⁸⁴ Årsrapport 2012, side 19

¹⁸⁵ Årsrapport 2012, side 20

¹⁸⁶ Årsrapport 2012, side 21

¹⁸⁷ Årsrapport 2010, side 9

¹⁸⁸ Børsprospekt, side 64

Alle de medlemmer Pandora har fået via Pandora Club og Facebook er positivt for virksomheden, da det er med til at fremme kendskabet til Pandora-brandet, samt fremme og fastholde eksisterende kunder. Desuden er det også med til at tiltrække nye kunder.

Online-salg/internethandel er en stærk side for Pandora, fordi det er en mulighed for at øge deres omsætning. Kunderne kan via internethandel/web-shop, handle præcis det tidspunkt på døgnet, som de ønsker, hvilket gør det mere fleksibelt for kunderne.

Pandora har et godt samarbejde med sine leverandører af råvarer og halvfabrikata. Pandora vurderer selv, at de ikke er afhængig af en fast leverandør, hvilket er en stærk side for dem. Havde de fx kun en fast leverandør, ville det være en risiko for dem, da de vil være meget sårbare, hvis denne ene leverandør valgte at stoppe samhandlen, eller fx lukkede sin virksomhed. Pandora vurderer hele tiden nye mulige leverandører ud fra infrastrukturen, leveringsevnen samt om leverandørerne kan opfylde Pandoras produktkrav, som fx leverandørkravene inden for CSR.

I 2012 etablerede Pandora en Business Continuity Management funktion i Thailand, hvis opgave er at overvåge de faktorer, som kan påvirke Pandoras drift. Dette er en positiv ting for Pandora, da de så har en mulighed for at opdage risici før de opstår, og dermed være på forkant. Samme år fik Pandora et nyt ERP-system, hvilket fremmer ensartethed og processerne i virksomheden, og de kan levere en bedre datakvalitet og hurtigere rapporteringshastighed.

Pandora fokuserer meget på medarbejderudvikling, hvormed de finder det vigtigt at deres medarbejdere løbende udvikles og uddannes. Dette er positivt, da det dermed også gør det til en attraktiv arbejdsplads, fordi folk godt kan lide, når de bliver værdsat og investeret i.

Pandora foretager kontroller og tjek af råvarer og halvfabrikata, når de modtages, for at sikre at de overholder kvalitetsstandarderne, der er defineret i forbindelse med produktudviklingen. Det er positivt, da forbrugerne så kan være helt sikre på, at de er i orden de varer de køber.

Som tidligere beskrevet er det en styrke for Pandora, at de befinder sig på mange markeder, da det gør dem mindre sårbare i tilfælde af, at nogle markeder svigter. Desuden har de gennem vækst skabt en position som en af markedslederne til trods for, at hele verden de seneste år har befundet sig i en global økonomisk krise, hvor mange virksomheder har haft det svært. At de har en stærk position på markedet er desuden en væsentlig styrke for dem, da de står relativt stærkt overfor konkurrenterne.

Pandoras vertikale forsyningskæde, er ligeledes en styrke for dem, da de derved har kontrol over hele forsyningskæden og kan følge produktet fra start til slut. Dette gør, at de nemmere kan omstille

sig i tilfælde af ændringer i efterspørgslen, ligesom de løbende kan opnå erfaring, der kan bruges til optimering af deres forretningsgange. Desuden har de bedre kontrol over kvaliteten af deres produkter. Netop igennem blandt andet pris og kvalitet, har Pandora skabt sig et stærkt brand, som mange kender, hvilket også må siges at være en klar styrke, da det kan være med til at øge omsætningen.

6.4.2 Svagheder

- Politianmeldt af finanstilsynet¹⁸⁹
- Opsigelse af samarbejde med den japanske distributør¹⁹⁰
- Charms og charmsarmbånd udgør 87,3 % af Pandoras omsætning¹⁹¹
- Sæsonudsving¹⁹²

Finanstilsynet har politianmeldt Pandora, fordi de mener at Pandora har overtrådt en pligt om hurtigst muligt at offentliggøre intern viden. Pandora har 2. august 2011 offentliggjort en nedjustering i deres omsætningsvækst grundet en forværring af markedsforholdene, hvilket betød at aktiekursen faldt fra 147 til 51. Her mener finanstilsynet, at Pandora senest 18. juli 2011 var i besiddelse af viden, hvor de kunne have offentlig gjort nedgangen i omsætningen. Dette er med til at Pandora får negativ omtale, især blandt aktionærerne, da de blev mærket af at aktiekursen faldt voldsomt. Pandora selv mener dog, at de har handlet som de skulle.

Pandora har opsagt samarbejdet med den japanske distributør, Vértié Co. Ltd., hvilket i første omgang vil betyde lukning af nogle butikker i Japan samt returnering af varebeholdninger. Dette er en svaghed for Pandora, da det kan medføre at de vil miste kunder og dermed markedsandele. Dette vil dog kun være i en overgangsperiode, da Pandora allerede har indgået en ny aftale med Bluebelle Japan Limited.

Pandoras charms og charmsarmbånd udgør 87,3 % af Pandoras samlede omsætning i 2012, hvilket må siges at være en stor del. Det kan blive en svaghed for Pandora, hvis forbrugerne pludselig stopper med at købe dette produkt, da Pandoras omsætning på baggrund heraf vil styrtdykke, hvormed de vil blive hårdt ramt. Pandora har ikke på nuværende tidspunkt et tilsvarende produkt, som kan overtage populariteten efter deres charms.

¹⁸⁹ <http://www.finanstilsynet.dk/da/Regler-og-praksis/Tilsynsreaktioner/2012/LVPH-27-1-Politianmeldelse-Pandora.aspx> - 24.03.13

¹⁹⁰ Årsrapport 2012, side 13

¹⁹¹ Årsrapport 2012, side 14

¹⁹² Børsprospekt, side 83

Pandoras salg er præget af sæsonudsving. Dette er en svaghed for dem, da deres produktion ikke kan være ens hele året rundt. Særlig afhængig er de af, at julehandlen forløbet positivt.

6.4.3 Muligheder

- Udvidelse af onlinesalg/internethandel¹⁹³
- Etablering på nye markeder
- Anses som en af markedslederne
- Udvikling af nye produktserier
- Flere brandede salgssteder

Pandora kan have muligheder i at udvide deres internethandel. De har i 2012 åbnet en eSTORE i Storbritannien, men ønsker at åbne flere eSTORES på det europæiske marked i løbet af 2013. Dette kan være med til at fremme Pandoras vækst og omsætning. Via internethandel har de mulighed for at nå ud til en betydelig del af kunderne og måske samtidig erhverve nye kunder.

Desuden kunne det være en stor mulighed at etablere sig på nye markeder eller udvide yderligere på nuværende markeder, hvor der kunne være vækstpotentiale. Dette kunne fx være i Asien og Rusland, hvor de er ved at etablere sig, men som fortsat er relative nye markeder, hvor vækstpotentialet vurderes at være stort.

At Pandora som nævnt under styrker anses for at være en af markedslederne, kan også være en mulighed for dem, da de igennem deres størrelse og stor kendskabsgrad, kan være med til, at sætte standarden overfor deres konkurrenter. Med deres position, kan de dermed indirekte have en indflydelse på, hvordan konkurrenterne agerer.

Desuden kunne flere brandede salgssteder være en mulighed, da der også gennem disse skabes større kendskab til mærket Pandora. Flere brandede salgssteder er dog også en del af Pandora strategi for de kommende år.

6.4.4 Trusler

- Ny konkurrent, Kasi-Jesper¹⁹⁴
- Naturkatastrofer, fx tsunami
- Stigning i råvarepriserne¹⁹⁵
- Import/eksport grænser

¹⁹³ Årsrapport 2012, side 5

¹⁹⁴ http://borsen.dk/nyheder/karriere/artikel/1/246988/kasi-jesper_vil_konkurrere_med_pandora.html - 24.03.13

¹⁹⁵ Årsrapport 2012, side 18

- Politisk uro
- Opsigelse af skattefritagelse
- Terrorangreb
- Arbejdsløshed, fald i privat forbrug, lavkonjunktur
- Smykkerne passer ikke til det asiatiske folkefærd¹⁹⁶
- Pandora fyrer 25 % af deres forhandlere¹⁹⁷
- Afhængig af nøglemedarbejdere
- Ændringer i moden
- Stor konkurrence på smykkemarkedet/nationale smykkeproducenter
- Kopiprodukter

Jesper ”Kasi” Nielsen, tidligere distributør af Pandoras smykker, har startet sit eget smykke mærke ”Endless”. Han operer især på det tyske marked, som også er et stort marked for Pandora¹⁹⁸. Derfor kan det være en mulig trussel og konkurrent for Pandora, da det er lidt i samme stil med Pandoras smykker, armbånd med lede til.

Naturkatastrofer er en trussel for Pandora, da deres produktionsanlæg ligger i Thailand, som er et land, hvor det kan forekomme. Hvis Pandora udsættes for en naturkatastrofe, kan det oversvømme og ødelægge hele deres produktion.

Som analyseret i PESTEL-analysen, vil en stigning i råvarepriserne være en trussel for Pandora, da det vil betyde at de enten skal hæve priserne på deres produkter, eller også tjene mindre på dem.

Pandoras charms armbånd bliver nemt store, tunge og fyldige, når det får 25 charms på sig. Det vil derfor se forkert ud til de asiatiske kvinder, som ofte er noget mindre og spinkle i forhold til en kvinde fra Europa. Pandora kan derfor få svært ved at komme rigtigt ind på det asiatiske marked, medmindre de ændrer i deres kollektion, og eventuelt producerer et charmsarmbånd til mindre håndled eller med mindre antal lede, som ville passe bedre til det asiatiske folkefærd.

Pandora har fyret 25 % af sine forhandlere, fordi de ikke sælger nok smykker. De er opsagt med tre måneders varsel, hvilket betyder at de fra 1. maj 2013 ikke længere kan supplere, hvis deres kunder har brug for en anden farve, størrelse eller andet. Det betyder at de opsagte forhandlere vil sælge Pandora smykkerne med 50 % rabat, og det gælder både ældre og helt nye varer, da de blot vil af

¹⁹⁶ <http://www.tv2oj.dk/artikel/155318:Erhverv--Pandora-smykker-for-kluntede-til-asiater> – 04.03.13

¹⁹⁷ <http://politiken.dk/tjek/penge/dinepenge/ECE1907147/vrede-pandora-forhandlere-vil-saelge-smykker-til-spotpris/> - 04.03.13

¹⁹⁸ <http://www.endless-jewelry.dk> - 24.03.13

med disse varer. Dette kan risikere at skade Pandoras image. Kunderne vil få en dårlig oplevelse, da de ikke kan få det produkt de ønsker, hvis det ikke er hjemme, hvilket kan betyde de i stedet vælger et andet smykkemærke. Samtidig vil det også påvirke andre Pandora forhandlere i form af, at de opsagte forhandlere sælger helt nye varer til 50 % af normalprisen, hvilket vil påvirke salget på de tilbageværende Pandora forhandlere.

Som den største trussel til Pandora, ses den store konkurrence, der er på smykkemarkedet. Pandora har mange konkurrenter både nationalt og internationalt, hvilket gør, at de, trods deres størrelse, skal holde øje med, hvordan konkurrenterne agerer, da kunderne hurtigt kan skifte Pandora ud. Desuden skal de være opmærksomme på de nationale konkurrenter, selvom det måske kun er små virksomheder. Da de kun befinder sig nationalt, kan det være, at de har lettere ved at læse og forstå kunderne, da de er tætte på dem, og dermed nemmere kan opfylde de lokale kunders ønsker, og dermed nemmere kan opfylde de lokale kunders ønsker.

Ændringer i moden er desuden noget Pandora skal være opmærksomme på, da moden kan skifte hurtigt. Dermed kan det være, at andre accessories bliver mere moderne end smykker i en periode. Den største trussel vil dog være, hvis Pandoras charms bliver umoderne, da deres omsætning så vil falde betydeligt. Derfor skal de være opmærksomme på kopiprodukter, selvom de har patenter på dele af deres charms, da det ligeledes kan have indvirkning på deres indtjeningspotentiale, hvis kopiprodukter kommer i omløb.

7. Regnskabsanalyse

Af Janni Holm Jørgensen

I afsnittet regnskabsanalyse vil vi se på Pandoras regnskabspraksis samt revisorpåtegning, hvor vi vil vurdere, om der er noget, som er vigtigt at være særligt opmærksom på.

Dernæst vil vi foretage en reformulering af resultatopgørelsen og balance, for at kunne skelne mellem Pandoras driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter. På denne måde bliver driftsaktiviteterne mere synliggjort, og det ses bedre, hvordan Pandora skaber overskud¹⁹⁹. I bund og grund er reformuleringen vigtig for at kunne beregne korrekte nøgletal, som viser resultatet af virksomhedens aktivitet. Hvis fx driftsposter klassificeres som finansielle poster eller omvendt, vil man få et misvisende mål for rentabiliteten for både drift og finansiering²⁰⁰.

Herefter vil selve nøgletalsanalysen af Pandora blive foretaget ud fra den udvidede Dupont-model.

I hele afsnittet vil det være Pandoras årsrapporter fra 2008-2012, der vil blive taget udgangspunkt i, da der ikke findes noget koncernregnskab før 2008. Årsrapporten for 2008 indeholder dog kun et 10 måneders regnskab, da Pandora først blev den selskabsform som de er nu den 7. marts 2008²⁰¹. Vi vurderer at bruge 10 måneders regnskabet, frem for at begynde at lave korrektioner til 12 måneder, da vi ikke synes at have nok fyldestgørende og tilgængeligt materiale samt oplysninger herfor.

7.1 Vurdering af Pandoras regnskabspraksis og revisorpåtegning

Af Line Christensen

Inden vi foretager regnskabsanalysen, vil vi starte med at se på revisorpåtegningen i Pandoras årsrapporter, samt give en vurdering af deres regnskabspraksis. Dette ser vi som en nødvendighed for at vurdere, om årsregnskaberne kan betegnes som pålidelige, og om de er i overensstemmelse med regnskabsstandarderne, da det netop er årsregnskabet, der danner grundlag for regnskabsanalysen.

7.1.1 Revisorpåtegningen

Et årsregnskab skal være udstyret med en uafhængig revisorpåtegning, da den er med til at sikre, at oplysningerne i årsregnskabet er pålidelige. Revisorpåtegningen kan være med eller uden forbehold, hvilket klart skal fremgå. Er påtegningen uden forbehold, giver regnskabet samt

¹⁹⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 157

²⁰⁰ Jens O. Elling og Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 2. udgave, 2005, side 121

²⁰¹ Årsrapport 2008, side 7

ledelsesberetningen, efter revisorens opfattelse, et retvisende billede. Revisorerne er dermed enige med ledelsen, da regnskabet stemmer overens med de krav der er hertil i lovgivningen.²⁰²

I 2008 blev revisionen udført efter den danske årsregnskabslov, og årsrapporten blev godkendt uden forbehold af en statsautoriseret revisor fra Henrichsen & Co. Da Pandora, som tidligere nævnt, blev ændret til aktieselskab i 2009 begyndte de på samme tid at aflægge deres årsrapport i henhold til International Financial Reporting Standards, IFRS samt danske oplysningskrav for børsnoteret selskaber. Årsrapporterne fra 2009-2012 er ligesom for 2008 blevet godkendt uden forbehold, dog af to statsautoriseret revisorer fra Ernst & Young²⁰³.

På den baggrund må det vurderes, at de aflagte årsregnskaber, udviser et retvisende billede og dermed ikke indeholder væsentlige fejl, der kan have betydning for de beregnede nøgletal og opfattelsen heraf.

7.1.2 Regnskabspraksis

Da Pandoras årsregnskab for årene 2009-2012 er aflagt efter bestemmelserne i IFRS samt danske oplysningskrav for børsnoteret selskaber, og 2008 er aflagt efter reglerne i årsregnskabsloven er der ikke overensstemmelse i den regnskabspraksis, der er anvendt fra 2008 til 2009. Vores vurdering er dog, at det ikke har betydning for vores regnskabsanalyse og værdiansættelse af Pandora, da der i regnskabet for 2009 findes regnskabstal for 2008, der er i overensstemmelse med reglerne for regnskabsaflæggelse efter IFRS, hvormed disse kan bruges til nøgletalsanalysen²⁰⁴.

Det skal dog nævnes, at Pandora i 2010 ændrede procedure for, hvordan de fremover indregner sikringerne, de benytter i forbindelse med ændringer i priserne på råvarer. I 2008 og 2009 blev disse råvarekontrakter indregnet ligesom vareforbrug, nemlig som omkostninger. I 2010 begyndte de dog, at indregne disse som værdiregulering af sikringsinstrumenter, hvorfor de nu bliver klassificeret som sikring af pengestrømme. Dermed dokumenterer de også alle sikringstransaktioner mellem råvarekontrakter og transaktioner²⁰⁵. Dette har betydning for, hvordan vi har valgt at behandle disse i den kommende analyse, hvormed vi i den reformulerede resultatopgørelse, har valgt, at behandle dem ens.

²⁰² Bent Schack, Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 4. udgave, 2009, side 215-216

²⁰³ Årsrapporter 2009-2012

²⁰⁴ Årsrapport 2009, side 62

²⁰⁵ Årsrapport 2010, side 55 + Årsrapport 2012, side 46

Da der dermed er tal for koncernregnskabet, efter standarderne i IFRS for alle årene, vurderes det dermed, at de aflagte koncernregnskaber, udgør et troværdigt grundlag for den videre analyse.

7.2 Reformulering af Pandoras balance

Af Janni Holm Jørgensen

Balancen bliver reformuleret for at undersøge virksomhedens evne til at skabe overskud. Ved reformulering af balancen bliver finansieringsaktiviteter (hvordan balancen rejser kapital) adskilt fra driftsaktiviteter (hvordan balancen anvender den rejste kapital til at skabe værdi). Derfor opdeles aktiverne i driftsaktiver og finansielle aktiver samt forpligtelser i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser²⁰⁶.

Nedenfor i Tabel 2 ses et resumé af reformuleringen af Pandoras balance for årene 2008-2012. Hele reformuleringen ses i bilag 1.

Reformuleret balance (i mio. kr.)	2012	2011	2010	2009	2008
Aktiver					
Driftsaktiver (DA)	8.073	7.875	7.735	4.992	3.977
- Driftsforpligtelser (DF)	2.218	2.255	2.318	1.193	861
= Nettodriftsaktiver (NDA)	5.855	5.620	5.417	3.799	3.116
Passiver					
Finansielle forpligtelser (FF)	158	385	2.326	2.975	2.993
- Finansielle aktiver (FA)	341	176	1.224	824	305
= Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-183	209	1.102	2.151	2.688
+ Egenkapital (EK)	6.038	5.411	4.315	1.451	428
+ Minoritetsinteresser (MIN)	0	0	0	197	0
= Samlet finansiering (NFF + EK + MIN)	5.855	5.620	5.417	3.799	3.116

Tabel 2: Resumé af reformulering af Pandoras balance for årene 2008-2012. Hele reformuleringen ses i bilag 1.

Den reformulerede balance opdeles i en aktivside, som består af aktiver og passiver som vedrører driften. Passivside består af de aktiver og passiver som vedrører Pandoras finansiering af driften. Derforuden består passivside også af egenkapital og minoritetsinteresser.

Likvide beholdninger som i reformuleringen af balancen er placeret som et finansielt aktiv, kan også splittes op, således 0,5-2 % af omsætningen placeres som et driftsaktiv og kaldes driftslikviditet, og den resterende del af den likvide beholdning, placeres under finansielt aktiv, som

²⁰⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 158

likvide beholdninger. Dette vurderes af nogle virksomheder at være en mulighed for at kunne betale daglige betalinger, og dermed have driftslikviditet. For andre virksomheder er det ikke nødvendigt, fordi de dagligt overfører deres likvider (indtægter) til konti med rentebærende gæld²⁰⁷. Vi vurderer og antager, at Pandora overfører og veksler deres penge, hvis de har tilgodehavender, og dermed flytter dem til rentebærende konti. Derfor har vi valgt at klassificere hele den likvide beholdning, som et finansielt aktiv.

Driftsaktiverne er i hele perioden fra 2008-2012 steget, hvilket blandt andet skyldes goodwill, som fra 2008-2012 er steget med 106 %. Stigning i goodwill skyldes blandt andet opkøb af dattervirksomheder²⁰⁸. Samtidig er varebeholdningerne også steget voldsomt fra 2008-2012, i alt med 822 %. Pandora skal have varebeholdninger i og med, de er en produktionsvirksomhed. Får de derimod for store varebeholdninger, som ligger for længe på lager, kan det synes af, at de ikke har været gode nok til enten at planlægge deres produktion efter kundeefterspørgslen eller, at deres forventninger til omsætningen har været for høje.

Driftsforpligtelserne er fra 2008-2012 steget med 158 %. Især hensatte forpligtelser er steget meget i perioden, en stigning på 1.858 %. Hensatte forpligtelser indeholder ifølge noterne i årsrapporterne blandt andet returnering af varer fra kunder, garantiforpligtelser, fratrædelsesgodtgørelse i Thailand samt forpligtelser vedrørende overskuddeling med franchisetagere. I 2012 udgjorde returnering af varer 416 mio. kr. ud af den samlede hensatte forpligtelse på 470 mio. kr. Dette skyldes blandt andet tiltaget om at ombytte de produkter, som forhandlerne ikke solgte, til andre produkter, men for samme beløb.

På passivside ses det at netto finansielle forpligtelser er faldet fra 2.993 mio. kr. i 2008 til 158 mio. kr. i 2012, et fald på 94 %. Dette store fald skyldes blandt andet at lånet til moderselskabet forsvinder fra 2010, samtidig med at de rentebærende gældsforpligtelser også er faldet drastisk fra 1.677 mio. kr. i 2008 til 158 mio. kr. i 2012.

De likvide beholdninger har i perioden været svingende. De var allerstørst i 2010 med 1.224 mio. kr. I 2012 udgør de kun 341 mio. kr., men samlet set er netto finansielle forpligtelser kun blevet forbedret i perioden. De udgjorde i 2008 2.688 mio. kr. og er i 2012 ikke længere en forpligtelse men en indtægt på 183 mio. kr., da de likvide beholdninger er større end den rentebærende gæld.

²⁰⁷ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 161

²⁰⁸ Årsrapport 2009, side 44

Pandoras egenkapital har i hele perioden været stigende, fra 428 mio. kr. i 2008 til 6.038 mio. kr. i 2012.

7.3 Reformulering af Pandoras resultatopgørelse

Af Janni Holm Jørgensen

Reformuleringen af resultatopgørelsen har til formål at finde kilderne til virksomhedens samlede overskud (totalindkomst) ved at opdele den i driftsoverskud (netto driftsaktiver) og netto finansielle omkostninger (netto finansielle forpligtelser)²⁰⁹.

Vedrørende punktet gevinst og tab på sikringsinstrumenter, har vi valgt at klassificere det hele samlet under sikringsinstrumenter. Der kunne dog argumenteres for, at sikringsinstrumenterne vedrørende råvarer blev flyttet op under vareforbruget, og dermed fremgik som en del deraf²¹⁰. Da det i de forskellige årsrapporter har været varieret, hvordan det har været opstillet og hvor meget sikringsinstrumenterne har været delt op, har vi valgt at klassificere alle sikringsinstrumenterne under et for at ensarte opstillingen.

I år 2011 og 2012 indeholdt finansielle indtægter en regulering af hensættelse til earn-out. Det vil sige, Pandora havde indtægtsført en tidligere hensættelse til earn-out. Det ville gøre nøgletallene misvisende, da det ville se ud som om de havde en stor finansiell indtægt, hvilket ikke var korrekt. Derfor har vi taget posten vedrørende earn-out ud af finansielle indtægter og i stedet placeret dem under usædvanlige driftsposter, da det ikke er noget som vedrører den ordinære drift.

Nedenfor i Tabel 3 ses et resumé af den reformulerede resultatopgørelse for Pandora i årene 2008-2012.

Reformuleret resultatopgørelse (i mio. kr.)	2012	2011	2010	2009	2008
Omsætning	6.652	6.658	6.666	3.461	1.658
Driftsoverskud fra salg, før skat	1.475	2.058	2.416	1.341	652
Driftsoverskud fra salg, efter skat	1.237	1.538	2.069	1.119	483
Samlet driftsoverskud, efter skat	1.357	1.896	2.698	1.226	588
Totalindkomst til ordinære aktionærer	1.322	1.746	2.519	1.015	425

Tabel 3: Resumé af reformulering af Pandoras resultatopgørelse i årene 2008-2012. Den fulde reformulering ses i bilag 2

²⁰⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 170

²¹⁰ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 179

Driftsoverskud fra salg (før og efter skat) vedrører poster fra driftsaktiviteten i Pandora. I samlet driftsoverskud indgår også usædvanlige poster af driftsaktiviteten samt i totalindkomsten indgår også de finansielle poster.

Fra 2008-2010 har omsætningen været meget stigende, men fra 2010-2012 har omsætningen holdt nogenlunde samme niveau omkring de 6,6 mia. kr.

I bilag 2 ses, at den omkostning som er steget mest i perioden 2008-2012 er distributionsomkostningerne. En af grundene hertil kan, som tidligere nævnt, skyldes at de i hele perioden er kommet ind på nye og flere markeder hvert år.

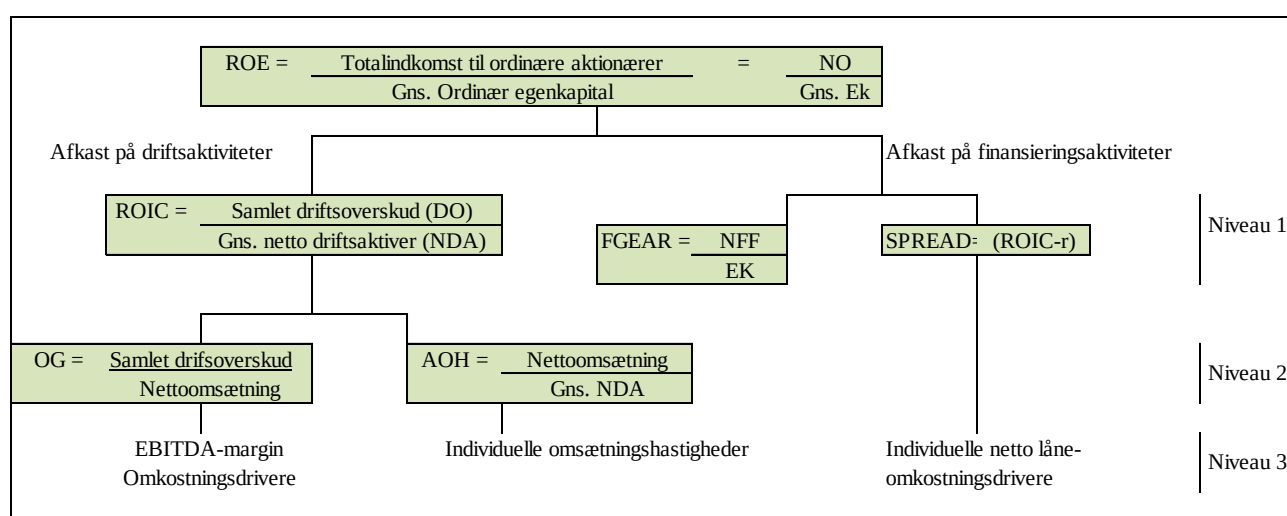
Det samlede driftsoverskud har været stigende i perioden 2008-2010, hvorefter det er faldende indtil 2012. Især i 2010 var deres gevinster på sikringsinstrumenter store ligesom de havde positive kursdifferencer. Allerede året efter i 2011 havde de i stedet et stort tab på sikringsinstrumenter.

7.4 Nøgletalsanalyse af Pandora

Af Janni Holm Jørgensen

For senere at kunne foretage budgetteringen af Pandora vil vi i dette afsnit foretage en nøgletalsanalyse af Pandora, for blandt andet at undersøge hvor gode Pandora er til at skabe overskud samt afkast til deres ejere.

Selve rentabilitetsanalysen vil vi foretage på baggrund af den udvidede DuPont-model, som ses nedenfor i Figur 5.



Figur 5: Den udvidede DuPont-model²¹¹

²¹¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 210

Hele rentabilitetsanalysen laves på baggrund af egenkapitalforrentningen (ROE – return on equity) og de finansielle værdidrivere der ligger derunder. Som det ses i Figur 5, danner venstre side af figuren driftsaktivitetens værdidrivere, hvor der tages udgangspunkt i afkastet på netto driftsaktiver – ROIC. Der analyseres på flere niveauer, hvor de underliggende niveauer hænger sammen med de overliggende²¹².

ROE's udvikling afhænger af hvordan ROIC (return on invested capital) udvikler sig. ROIC svarer til afkastningsgraden på dansk. ROIC måler virksomhedens evne til at genere afkast ud fra de ressourcer (nettoaktiver), der er til rådighed. En høj ROIC i forhold til konkurrenterne betyder derfor en stærk profitabilitet, og jo mere profitabelt virksomheden er til at udnytte sine ressourcer, jo større bliver ROIC og dermed også ROE. En forbedring i disse nøgletal kan også fås på baggrund af de underliggende værdidrivere i niveau 2, fx overskudskudgraden – OG, som måler overskud pr. salgskrone, eller ved at forøge netto driftsaktivernes omsætningshastighed, som viser salg pr. investeret kapitalkrone²¹³.

Hele nøgletalsanalysen for Pandora ses i bilag 3.

7.4.1 ROE – return on equity – egenkapitalforrentningen

Som nævnt svarer ROE til egenkapitalforrentningen, som siger noget, om hvor meget virksomhedens gennemsnitlige egenkapital er blevet forrentet efter finansieringsomkostningerne er afholdt.

	2012	2011	2010	2009	2008
ROE	21,89%	32,27%	58,38%	69,95%	99,30%

Tabel 4: Udviklingen i ROE i Pandora fra 2008-2012²¹⁴

Pandoras ROE har fra 2008-2012 været faldende med i alt 77,41 % point. Det vil sige i 2012 blev den kapital som ejerne har investeret i Pandora forrentet med 21,89 %. På trods af en faldende ROE, vurderes det at den ligger på et tilfredsstillende niveau. At den er faldende skyldes blandt andet at egenkapitalen har været stigende på grund af, at årets resultat er blevet overført til egenkapitalen.

²¹² Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 211

²¹³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 211

²¹⁴ Tallene er udregnet på baggrund af den reformulerede resultatopgørelse og balance, og det vil resten af nøgletallene også være

I løbet af 2013 vil Pandora lave et aktietilbagekøbsprogram, hvor de forventer at tilbagekøbe egne aktier for op til 700 millioner kroner²¹⁵. Det vil betyde at egenkapitalen vil blive mindre, og dermed vil ROE blive forbedret.

7.4.2 ROIC – return on invested capital – afkastgraden – niveau 1

ROIC viser, hvor godt en virksomhed er i stand til at implementere sine netto driftsaktiver til at skabe driftsoverskud. ROIC kan dekomponeres i overskudsgrad og omsætningshastighed, som vil blive gennemgået senere i to afsnit²¹⁶.

	2012	2011	2010	2009	2008
ROIC	23,18%	33,74%	49,81%	32,27%	18,87%

Tabel 5: Udviklingen i ROIC i Pandora fra 2008-2012

Jf. Tabel 5 ses det, at Pandoras ROIC er steget fra 2008 til 2010 med 30,94 % point. Fra 2010 til 2012 er den faldet med 29,63 % point.

Faldet i ROIC fra 2010 til 2012 skyldes samtidig, at AOH er faldet samt, at OG også er faldet. De er med til at påvirke ROIC, da de som nævnt tidligere er dekomponeret af ROIC.

Faldet i ROIC kan også skyldes et faldende resultat i forhold til stigningen i pengebindingen. Hvis den samlede arbejdskapital stiger mere er det skidt. Det kan være Pandora ikke får rykket deres debitorer godt nok, og kunderne dermed ikke betaler til tiden, samtidig med de er dårlige til at forhandle lang kredit ved leverandører samt hvis varelageret er stigende. Det kan også være, de ikke formår at udnytte og tjene penge på de maskiner og investeringer, de har foretaget. I reformuleringen ses det netop at NDA er stigende fra 5.417 i 2010 til 5.855 i 2012. Debitorerne er også stigende, så enten får kunderne længere kreditter, eller også betaler de ikke til tiden. Varelageret stiger en del fra 2010 til 2011, og er stadig i 2012 større end i 2010, hvilket blandt andet skyldes tilbagekøb af langsomt sælgende produkter fra forhandlerne. Leverandørgæld er faldende, så Pandora får ikke lange kreditter. Alt dette understøtter ovenstående.

7.4.3 OG – overskudsgraden – niveau 2

Overskudsgraden viser overskuddet for én krones salg fra virksomhedens driftsaktivitet, og er samtidig et mål for indtægts-omkostningstilpasningen i virksomheden²¹⁷.

²¹⁵ Årsrapport 2012, side 8

²¹⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 216

	2012	2011	2010	2009	2008
OG	20,40%	28,48%	40,47%	35,42%	35,46%

Tabel 6: Udviklingen i OG i Pandora fra 2008-2012

OG er i Pandora forholdsvis stigende fra 2008 til 2010. Derefter har OG frem til 2012 været faldende med 20,07 % point. Det vil sige i 2012 fik Pandora 20,40 % i overskud af omsætningen.

Overskudsgraden er med til at fortælle, om Pandora er god til at tilpasse sine omkostninger til indtægterne. Det ses som sagt at fra 2008-2010 var OG stigende, hvilket har betydet, at Pandora har været gode til at holde sine omkostninger nede, og dermed opnået et højere overskud. Fra 2010-2012, hvor OG er faldet, har de været dårligere til at holde omkostningerne nede, og derfor er deres overskud dalet, hvilket især skyldes stigende råvarepriser på guld og sølv.

7.4.4 AOH – omsætningshastighed – niveau 2

Omsætningshastighed viser salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver. Der kan opstilles følgende formel $1/AOH$, som viser hvor meget, der er bundet i netto driftsaktiver til at skabe én krones salg²¹⁸. Tager vi fx udgangspunkt i Pandoras tal nedenfor i Tabel 7, har de en AOH i 2012 på 1,14. Ud fra formlen ovenfor ($1/1,14$) fås 0,88, hvilket betyder at Pandora bruger 88 øre til at skabe én krones salg. I 2011 brugte de 85 øre, 2010 81 øre, 2009 1 krone og 9 øre, 2008 1 krone og 89 øre. Ud fra dette kan vi konkludere, at jo lavere AOH, er jo flere penge binder Pandora i netto driftsaktiver for at skabe én krones salg. I 2010 har der derfor været færrest penge bundet i aktiver for at skabe én krones salg. Det er derfor bedst at AOH er så højt som muligt.

	2012	2011	2010	2009	2008
AOH	1,14	1,18	1,23	0,91	0,53

Tabel 7: Udviklingen i AOH i Pandora fra 2008-2012

Nøgletallet AOH's samlede mål er at opnå en høj kapital samt tilpasningen deraf²¹⁹.

7.4.5 FGEAR – niveau 1

FGEAR er et udtryk af forholdet mellem egenkapitalen og de netto finansielle forpligtelser, som også kan benævnes den finansielle gearing.

²¹⁷ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 216

²¹⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 217

²¹⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 217

FGEAR var i 2008 6,28, og har derefter været faldende helt indtil 2012 hvor den er -0,03. Jo mindre FGEAR er jo bedre er det, da egenkapitalen så er større end den forpligtelse, som Pandora har. I 2008 og 2009 var FGEAR en del større end de andre år. Dette skyldes netop at egenkapitalen er mindre end Pandora netto finansielle forpligtelser, hvilket er skidt. I 2012 bliver FGEAR -0,03, hvilket skyldes, at Pandora i 2012 ingen netto finansielle forpligtelser havde. Der havde de større likvider end finansielle omkostninger. Dermed synes dette at være en positiv udvikling for Pandora.

	2012	2011	2010	2009	2008
FGEAR	-0,03	0,04	0,26	1,48	6,28

Tabel 8: Udviklingen i FGEAR i Pandora fra 2008-2012

Nedenfor i Tabel 9 ses udviklingen i Pandoras soliditetsgrad fra 2008-2012. Her ses en sammenhæng med nøgletallet FGEAR. Ligesom vi ovenfor så at FGEAR var faldende fra 2008-2012, hvilket var positivt, så ses det samtidig også, at Pandoras soliditetsgrad fra 2008-2012 er stigende, hvilket vidner om de er blevet mere solide. Det hænger godt sammen med at de også har fået en mindre FGEAR.

	2012	2011	2010	2009	2008
Soliditetsgrad	71,76%	67,21%	48,16%	24,95%	9,99%

Tabel 9: Udviklingen i soliditetsgraden i Pandora fra 2008-2012

Aktietilbagekøbsprogrammet, som vi nævnte tidligere, vil også få indflydelse på soliditetsgraden, men i negativ retning. Da egenkapitalen vil blive mindre af aktietilbagekøbet, vil soliditetsgraden falde, hvilket vil se skidt ud for interessenterne.

7.4.6 SPREAD – niveau 1

SPREAD er forskellen mellem ROIC og gældsrenten, r . Den finansielle risiko afhænger af spredningen på SPREAD.

SPREAD skal helst være positiv, da en negativ SPREAD medfører at den finansielle gearing bliver ugunstig, hvormed ROE vil blive reduceret til niveauet under ROIC²²⁰.

	2012	2011	2010	2009	2008
SPREAD	42,31%	-38,03%	38,64%	24,09%	12,81%

Tabel 10: Udviklingen i SPREAD i Pandora fra 2008-2012

²²⁰ Jens O. Elling og Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 2. udgave, 2005, side 201

I Pandora har SPREAD været stigende fra 2008-2010. Derefter er den faldet til -38,03 % i 2011 og igen steget til 42,31 % i 2012.

Den højeste SPREAD ses at være i 2012 med 42,31 %. Da SPREAD som sagt er forskellen mellem ROIC, som er hvad man får i afkast på de aktiver, man har investeret, og gældsrenten r , fås den bedste SPREAD ved en høj ROIC og en lille r , således man har så lidt gæld, som muligt. I 2012 havde Pandora meget lave finansielle omkostninger, samtidig med deres finansielle forpligtelser, faktisk var en indtægt. Jo højere SPREAD er, jo mere tjenes der i forhold til det man betaler i rente. I 2011, hvor SPREAD var negativ, bliver den finansielle gearing ugunstig samtidig med, at ROE vil blive reduceret til niveauet under ROIC²²¹. ROE er i 2011 32,27 %, hvor ROIC udgør 33,74 %, og dermed bliver større end ROE. Det at SPREAD bliver så dårlig i 2011 skyldes, at der i noten for finansielle omkostninger fremgår 211 mio. kr. i valutakurstab, hvorimod der kun er 18 mio. kr. i valutakursgevinst²²².

7.4.7 Analyse af overskudsgraden – niveau 3

EBITDA margin viser driftsoverskud før afskrivninger, skat og amortiseringer.

Driftsomkostningerne og omsætningen er med til at påvirke dette nøgletal. Det ses at EBITDA marginen er steget fra 2008-2009, hvorefter den har været faldende indtil 2012, hvor den ligger på 24,88 %. Den negative påvirkning af EBITDA i 2012 skyldes blandt andet stigende råvarepriser²²³.

	2012	2011	2010	2009	2008
EBITDA margin	24,88%	34,23%	40,22%	43,02%	41,31%

Tabel 11: Udviklingen i EBITDA margin i Pandora fra 2008-2012

EBIT margin er driftsoverskuddet før skat. Her kan afskrivningerne være med til at påvirke nøgletallet. EBIT marginen var i 2008 39,32 % og har været faldende hvert år indtil 2012, hvor den ligger på 22,17 %. Afskrivningerne kan variere alt efter antallet af aktiver, der skal afskrive på. Stiger antallet af aktiver, stiger afskrivninger også. Det kan fx være goodwill, som man er nødt til at nedskrive, da brandet ikke er det samme værd, da vil afskrivningerne også stige.

	2012	2011	2010	2009	2008
EBIT margin	22,17%	30,91%	36,24%	38,75%	39,32%

Tabel 12: Udviklingen i EBIT margin i Pandora fra 2008-2012

²²¹ Jens O. Elling og Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 2. udgave, 2005, side 201

²²² Årsrapport 2012, side 54 – note 8+9

²²³ Årsrapport 2012, side 15

NOPAT marginen er driftsoverskud fra salg efter skat. Her er det skatten, der kan variere tallet. Skatten er som udgangspunkt 25 %, hvortil permanente forskellige gør udsvinget. Her foruden er det er også alle de andre faktorer op igennem resultatopgørelsen, der gør at tallene varierer, men mellem EBIT og NOPAT er det kun skatten.

Det ses at NOPAT marginen er stigende fra 2008-2010, hvorefter den falder til 2012, hvor den er på 18,60 %.

	2012	2011	2010	2009	2008
NOPAT-margin	18,60%	23,10%	31,04%	32,33%	29,13%

Tabel 13: Udviklingen i NOPAT-marginen i Pandora fra 2008-2012

7.4.8 Analyse af omsætningshastigheden – niveau 3

I analysen af AOH så vi overordnet på, hvor mange penge der blev bundet for at skabe én kroners omsætning. Her vil vi se på debitorerne, kreditorerne og varelagerets omsætningshastighed, hvor det undersøges, hvor mange dage kunderne er om at betale, hvor lang tid Pandora har til at betale sine leverandører, samt hvor lang tid Pandoras varer ligger på lager. Nedenfor i Tabel 14 ses omsætningshastighederne herfor samt antal dage fra år 2008-2012.

Omsætningshastigheder	2012	2011	2010	2009	2008
Tilgodehavender fra salg	7,08	7,40	7,99	5,56	4,99
Antal dage	51	49	45	65	72
Leverandørgæld	8,73	7,35	11,31	12,79	N/A
Antal dage	41	49	32	28	N/A
Varebeholdning	1,67	1,11	1,52	2,46	4,49
Antal dage	215	325	237	146	80

Tabel 14: Udviklingen i diverse oms. hastigheder for Pandora fra 2008-2012

7.4.8.1 Debitorernes omsætningshastighed

Debitorernes omsætningshastighed fortæller noget om, hvor hurtigt kunderne er til at betale. Det er bedst at denne er så høj som muligt, da Pandoras kunder så betaler hurtigere, hvilket er med til at de får deres penge hurtigere ind og dermed opnår en bedre likviditet.

I Tabel 14 ovenfor ses det, at år 2010 var det år Pandoras kunder betalte hurtigst, der betalte de efter 45 dage. I årene 2008-2009 var Pandoras kunder langsomst til at betale. Der betalte kunderne først efter 72 og 65 dage. Dette kan blandt andet skyldtes, at det var i år 2008 at finanskrisen årene startede. Dermed kunne man forestille sig, at der var mange kunder, som trak deres betalinger, og

dermed betalte senere end forfaldsdato, for at få deres likviditet til at gå op. I de sidste par år 2011 og 2012 er omsætningshastigheden faldet igen, og dermed er kunderne igen begyndt at betale lidt langsommere.

7.4.8.2 Kreditorernes omsætningshastighed

Kreditorernes omsætningshastighed viser, hvor mange dage Pandora har til at betale deres leverandører i. Det er bedst at omsætningshastigheden er så lav, som muligt, da Pandora så har sine penge i længere tid, og dermed opnår længere betalingsbetingelser. I år 2009 have de kun 28 dages kredit. Det er steget frem til 2011, hvor Pandora havde hele 49 dage i kredit. Det er dog dalet lidt igen til 2012, hvor de kun havde 41 dage.

7.4.8.3 Varelagerets omsætningshastighed

Varelagerets omsætningshastighed fortæller noget om hvor lang tid Pandoras varer ligger på lager. Det er bedst at dette tal er så højt som muligt, da varerne dermed ligger kortest tid på lager, og Pandora får derfor hurtigere omsat sine lagere, og binder dermed mindst penge heri.

2008 var året, hvor Pandoras varer lå mindst tid på lager, nemlig kun 80 dage. Herefter har det været stigende frem til år 2011, hvor Pandoras varer lå 325 dage på lager, hvilket er lang tid. Det er dårligt for Pandora, når de ikke får omsat deres varer hurtigt.

Pandora havde også selv indset at de i 2011 havde fået et stort lager, og derfor indførte de i 2012 deres ombytningspolitik, fordi kunderne ikke solgte de varer, som de havde. I og med Pandora ombyttede dem, fik de også frigjort noget af deres eget lager. De har derfor også i 2012 haft meget fokus på tilpasning af deres produktstrategi, og vil fremadrettet lancere syv kollektioner om året med mindre nye designs pr. leverance, ligesom de vil være fordelt over flere leverancer. Dette mener Pandora vil mindske risikoen for opbygning af store lagre hos forhandlerne²²⁴. Samtidig betyder det også, at Pandora hurtigere skal have omsat deres egne lagre, når der ofte kommer nye kollektioner. Det ses også at Pandoras varer kun lå 215 dage på lager i 2012, og dermed er faldet med 110 dage, hvilket vidner om at Pandora er blevet bedre til at tilpasse deres produktprogram til kundernes efterspørgsel.

7.4.9 Opsamling af regnskabsanalyse

Pandora har generelt haft en positiv fremgang fra 2008-2010. Deres ROIC, OG samt AOH har været stigende fra 2008-2010, hvilket vidner om, at de har fået større afkast på deres investerede

²²⁴ Årsrapport 2012, side 4



kapital, de har haft styr på forholdet mellem deres omsætning og omkostninger, da deres OG har været stigende, samt de har bundet mindre penge i deres netto driftsaktiver.

Pandoras finansielle gearing samt soliditet er også blevet forbedret igennem årene, ligesom deres SPREAD har haft en positiv udvikling fra 2008-2010. Pandoras kunder betalte hurtigst i 2010. ROE har været faldende fra 2008-2010, hvilket skyldes at egenkapitalen er vokset på grund af overført resultat. På trods af ROE er faldende vurderes den at ligge på et tilfredsstillende niveau.

2010-2012 har været en faldende periode for Pandora. ROIC, OG og AOH har været faldende. ROE har fortsat været faldende. Pandora har haft store lagerbindinger disse år. FGEAR og soliditetsgraden har dog fortsat haft en positiv udvikling. Men på trods heraf ser det ud til at Pandora er ved at vende udviklingen igen. De har lavet tiltag der skal få styr på deres lagre, samtidig vil de også i 2013 foretage et aktietilbagekøbsprogram, som vil pynte på nogle af nøgletallene.

8. Værdiansættelse

Af Janni Holm Jørgensen

I dette afsnit vil vi først foretage en budgettering af Pandora. Her vil vi se på budgetperiodens længde samt budgettere forskellige drivere, som vi vil bruge til grundlag for budgetteringen. Dernæst vil vi fastsætte WACC'en for Pandora. Det vil vi gøre ud fra ejerne og långivernes afkastkrav samt ved fastsættelse af Pandoras kapitalstruktur. Sluttelig, på baggrund af budgetteringen og WACC'en, vil vi beregne værdiansættelsen af Pandora ud fra DCF-modellen (discountet cashflow / det frie cashflow).

8.1 Budgettering

Af Line Christensen & Janni Holm Jørgensen

Selve budgetteringen vil vi foretage på baggrund af Pandoras årsrapporter, vores egne forventninger til fremtiden, ud fra den strategiske analyse og ud fra regnskabsanalysen, hvor vi vil se på, hvordan nøgletallene har udviklet sig indtil nu samt via relevant info fra artikler

Nedenfor gennemgås hvert punkt i udarbejdelsen af budgettet. Det samlede budget kan ses i bilag 4, men der vil ved hvert punkt være et uddrag fra budgettet.

8.1.1 Budgetperiodens længde

Budgetperioden starter med det regnskabsår, som virksomheden befinder sig i nu, og fortsætter frem til væksten bliver konstant, her indtræffer så terminalperioden. Følgende punkter skal samtidig være opfyldt, for at terminalperioden kan indtræffe²²⁵:

- Salgets vækstrate skal være konstant
- Overskudsgraden skal være konstant, og dermed skal driftsomkostningerne vokse med samme rate som salget.
- Omsætningshastigheden, AOH skal være konstant, og dermed vokser netto driftsaktiver med samme rate som salget.
- FGEAR skal være konstant, og dermed vokser netto finansielle forpligtelser (NFF) med samme rate som salget.

²²⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 250

Vi vurderer at Pandoras budgetperiode skal strække sig over 7 år²²⁶, da vi ser vækstudsigterne i branchen som værende middel. Samtidig vurderer vi, at Pandoras konkurrencemæssige fordel kun eksisterer på kort sigt. Vi fandt tidligere ud af i analysen af Porters Five Forces, at Pandora i dag er den tredje største i deres branche, og dermed mener vi, at de har en konkurrencemæssig fordel. Vi mener dog kun at denne fordel er eksisterende på kort sigt, da der allerede nu er forhandlere, som har givet udtryk for at salget af Pandoras smykker, er begyndt at falde, fordi produkterne er blevet sværere at sælge²²⁷.

8.1.2 Budgettering af omsætningsvækst / salgsvækst

Pandoras historiske data vedrørende omsætningen viser en stor stigningen i omsætningen fra 2008-2010, herefter har der mere eller mindre været stagnation i omsætningen. Pandora mener selv ifølge deres årsrapport fra 2012, at deres omsætning i 2013 vil være på over 7,2 milliarder²²⁸, hvilket svarer til en stigning på 8,24 %. Dette mener vi dog ikke er realistisk, da flere forhandlere, som nævnt tidligere, siger at omsætningen er faldende i forhold til tidligere år. Samtidig så vi også i vores SWOT-analyse, at det ikke var alle markeder, hvor deres produkter var tilpasset befolkningen (fx Kina med små mennesker).

I årsrapporten fra 2012 skriver Pandora, at de i forbindelse med julen 2013 vil lancere et nyt, innovativt koncept inden for charms og charms-armbånd²²⁹. På baggrund af dette kan man forestille sig en stigning i omsætningen, da det formodes at nye produkter vækker interesse ved forbrugerne. Vi mener dog, at det er for sent på året, at dette koncept bliver lanceret til, at effekten vil kunne ses i 2013, og tror derfor på at væksten i omsætningen herfra først vil kunne ses i 2014-2015, da det også kræver en del markedsføring, før forbrugeren får kendskab til produktet.

Pandora forventer stadig at udvide deres eksisterende markeder, samtidig med de vil ekspandere på deres relative nye markeder, som fx Asien, Italien, Frankrig og Rusland. Dette må formodes at udgøre en vækst i Pandoras omsætning.

Derforuden forventer Pandora i 2013 at åbne ca. 150 konceptbutikker²³⁰, hvilket også kan medføre en stigning i omsætningen. Det vides dog ikke, hvornår på året de formodes at åbne, hvorfor vi

²²⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 252 – de 7 år er vurderet på baggrund af figur 8.1, side 252, hvor man ser på vækstudsigterne i branchen samt den konkurrencemæssige fordel. Selvom figuren siger 10 år, vurderer vi at det er et sted mellem 5-10 år, og har derfor valgt 7 år.

²²⁷ <http://www.business.dk/detailhandel/masseopsigelse-af-pandora-forhandlere> - 02.03.13

²²⁸ Årsrapport 2012, side 7

²²⁹ Årsrapport 2012, side 5

²³⁰ Årsrapport 2012, side 7

antager, at det vil påvirke lidt af omsætningen i 2013 men samtidig mest på langt sigt i åerne fremadrettet.

Ud fra ovenstående har vi derfor budgetteret nettoomsætningen som nedenstående i Tabel 15.

NETTOOMSÆTNING <i>i mio. kr.</i>	Budgetperiode							Terminalår
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Procentvisændring i nettooms.	2,00%	5,00%	7,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	2,00%
Nettoomsætning	6.785	7.124	7.623	8.004	8.324	8.574	8.746	8.920

Tabel 15: Budget af nettoomsætning for Pandora

Procenten i terminalåret har vi sat til 2 %, da niveauet for BNP-vækstraten har lagt på 2-3 % de seneste 100 år²³¹. Desuden vurderer EU-oplysningen den årlige vækst i BNP for 2013 til at være 1,6 %²³².

8.1.3 Budgettering af AOH

For at kunne beregne nettodrifsaktiverne (NDA) er vi nød til at budgettere udviklingen i AOH. Til dette vil vi benytte følgende formel: $NDA = 1/AOH \times \text{omsætningen}$ ²³³, som viser forholdet mellem nettodrifsaktiverne, omsætningshastigheden samt omsætningen.

AOH <i>i mio. kr.</i>	Budgetperiode							Terminalår
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
AOH	1,15	1,12	1,10	1,08	0,99	0,98	0,97	0,94
Nettodrifsaktiver	5.900	6.361	6.930	7.411	8.408	8.749	9.016	9.490
Ændring i NDA	45	461	569	481	997	341	267	474

Tabel 16: Budget af AOH for Pandora

Udviklingen i AOH har betydning for udviklingen i nettodrifsaktiverne. Ud fra ovenstående Tabel 16 har vi vurderet, at de samlede nettodrifsaktiver er stigende gennem budgetperioden. Dette skyldes blandt andet, vurderingen af at Pandoras goodwill vil stige på baggrund af aktiviteten med ombytningen af kundernes lager i 2012. Dette har medført øget goodwill ved forhandlerne, fordi de har værdsat Pandoras tiltag²³⁴.

Vi vurderer samtidig at deres materielle anlægsaktiver vil være stigende, da Pandora har som mål for 2013 at åbne ca. 150 konceptbutikker, hvoraf vi vurderer at de vil eje nogle af disse selv, og der

²³¹ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013, side 121

²³² http://www.euo.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/ - 08.04.13

²³³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 257

²³⁴ Årsrapport 2012, side 4

dermed vil der være bygninger, som skal aktiveres. Samtidig med vil der også være inventar til disse konceptbutikker, som ligeledes skal aktiveres. Vi vurderer at der ikke vil være yderligere investering i produktionsanlæg i Thailand i nærmeste fremtidig, da det formodes, at Pandora har en optimal produktionsafdeling, da de i dag besidder fem anlæg, som er forholdsvis nye.

Vi forudsætter at stigningen i omsætningen i budgetperioden hovedsagligt dannes på baggrund af Pandoras største kunder, som aftager større mængde. Vi vurderer at Pandoras største kunder må have en fordelagtig betalingsbetingelse, og derfor vil tilgodehavender fra salg være stigende, da der vil være større udestående beløb fra disse kunder.

Pandoras varelager vurderes at være faldende, da de i fremtiden vil have syv kollektioner men med færre designs²³⁵. Dette betyder at varelageret vil blive udskiftet hurtigere, og vi tror på, at Pandora dermed også vil være bedre til at vurdere efterspørgslen på markedet, således der ikke produceres store lagre af hver kollektion, da der hurtig vil komme en ny.

8.1.4 Budgettering af OG fra salg

For at beregne driftsoverskuddet fra salg (før skat) skal vi budgettere EBIT-marginen.

Almindeligvis ville man budgettere omkostningerne helt ned på linje niveau. Dette er ikke muligt her, da vi ikke kender Pandoras omkostningsstruktur. Derfor vil vi beregne driftsoverskuddet ud fra den budgetterede EBIT-margin²³⁶.

EBIT-margin <i>i mio. kr.</i>	Budgetperiode							Terminalår
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Budgettering af EBIT-margin	21,78%	21,92%	23,07%	23,56%	23,79%	23,63%	23,16%	24,02%
Driftsoverskud f/salg (før skat)	1.478	1.562	1.759	1.886	1.981	2.026	2.026	2.143

Tabel 17: Budget af EBIT-margin for Pandora

Udviklingen i ovenstående Tabel 17 er vurderet ud fra forventninger om, at vareforbruget stiger i samme takt som den budgetterede omsætning. Samtidig formoder vi, at både distributionsomkostningerne og administrationsomkostningerne vil være stigende i de første år af budgetperioden, da Pandora vil etablere flere selvejende konceptbutikker og shop-in-shops butikker, hvilket medfører stigende distributionsomkostninger. Med flere butikker kræves der også flere medarbejdere, og dermed vil administrationsomkostningerne stige²³⁷. I det sidste år af budgetperioden samt terminalåret formoder vi, at Pandora har etableret sig på de fleste markeder.

²³⁵ Årsrapport 2012, side 4

²³⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 258

²³⁷ Årsrapport 2012, side 15

Derfor formoder vi, at de ikke i samme omfang vil åbne ligeså mange konceptbutikker som tidligere, hvoraf vi vurderer, at administrations- og distributionsomkostningerne resten af budgetperioden vil ligge på nogenlunde samme niveau.

8.1.5 Budgettering af den effektive skatteprocent

Som udgangspunkt skal den gældende selskabsskatteprocent for virksomheden benyttes²³⁸, hvilket normalt vil være 25 %. Dette vil ikke være gældende for Pandora, da de opnår skattefritagelse i Thailand, grundet deres store aktivitet med produktionsafdelingen derude. Pandora havde derfor i 2012 en skatteprocent på ca. 19 %²³⁹.

Vi har i budgettering af den effektive skatteprocent taget udgangspunkt i skattesatsen i 2012, og har derfor valgt at fastsætte skatteprocenten til 19 % i hele budgetperioden, hvilket også er Pandoras egen forventning til den fremtidige skattesats²⁴⁰. Dette med baggrund i at skattefritagelsen i Thailand forventes at løbe indtil 2019²⁴¹, som er det sidste år i vores budget periode. Herefter formoder vi, at den bliver genforhandlet, og derfor har vi også sat terminalåret til 19 %.

Nedenfor i Tabel 18 ses den effektive skatteprocent på 19 % alle årene samt det budgetterede driftsoverskud fra salg efter skat.

Den effektive skatteprocent <i>i mio. kr.</i>	Budgetperiode							Terminalår
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Den effektive skatteprocent	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Driftsoverskud f/salg (e/skat)	1.197	1.265	1.424	1.527	1.604	1.641	1.641	1.735

Tabel 18: Budget af den effektive skatteprocent for Pandora

8.1.6 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

Det er vanskeligt at forudsige posterne i andet driftsoverskud, som fx tab/gevinst ved sikringsinstrumenter, da det er svært for os at vide noget om den fremtidige udvikling i valutakurserne. Derfor har vi beregnet andet driftsoverskud efter skat som en andel af omsætningen. Da andelen i 2012 udgjorde 1,04 % af omsætningen, har vi antaget at den i resten af budgetperioden samt terminalåret udgør 1 % alle år. Dette ses nedenfor i Tabel 19.

²³⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads forlag, 4. udgave, 2012, side 259

²³⁹ Årsrapport 2012, side 55

²⁴⁰ Årsrapport 2012, side 7

²⁴¹ Årsrapport 2010, side 9

Andet driftsoverskud efter skat <i>i mio. kr.</i>	Budgetperiode							Terminalår
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Andel af andet DO ifht. oms.	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Andet DO (efter skat)	68	71	76	80	83	86	87	89

Tabel 19: Budget af andet driftsoverskud efter skat for Pandora

8.2 Fastsættelse af WACC

Af Line Christensen

For at det er muligt, at foretage en værdiansættelse af Pandora, skal der bruges en tilbagediskonteringsfaktor. Da vi vil beregne virksomhedens værdi ud fra DCF modellen, er det derfor nødvendigt, at beregne Pandoras WACC, der er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, da denne skal bruges til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme. WACC'en består både af egenkapital afkastkravet og fremmedkapital afkastkravet, svarende til et vægtet gennemsnit af alle kapitalindskyderes afkastkrav. Dermed er WACC'en også den relative værdi af egenkapitalen og nettogælden i forhold til den totale værdi af virksomheden²⁴². Formelen til beregning af virksomhedens WACC er følgende:²⁴³

$$((\text{Egenkapitalafkastkravet} \times \text{egenkapitalandelen}) + (\text{renten på fremmedkapitalen} \times \text{fremmedkapitalandelen})) \times (1 - \text{selskabsskattesatsen})$$

Med andre ord, er WACC'en dermed det mindsteafkastkrav, der udgør den compensation, som aktiemarkedet kræver, for den risiko investorerne tager ved at investere i aktien²⁴⁴. WACC'en er derfor også en meget central del af estimeringen af virksomhedsværdien, og har dermed stor betydning for den endelige værdiansættelse. Usikkerhederne i forbindelse med at fastsætte denne faktor er dog stor, hvorfor hvert element i WACC'en vil blive gennemgået og beregnet i det følgende, hvorfra vi vil ende med den endelige WACC til brug for værdiansættelsen.

8.2.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Kapitalstrukturen i en virksomhed viser, hvordan forholdet er mellem gæld og egenkapital. Fastlæggelse af virksomhedens kapitalstruktur, kræver markedsværdier for egenkapitalen og nettogælden, fordi driftens kapitalomkostninger udtrykker, det kapitalindskyderne ofrer ved at investere i virksomheden²⁴⁵. Da formålet med rapporten netop er, at finde markedsværdien af

²⁴² Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 46-47

²⁴³ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2012, side 55

²⁴⁴ www.værdiskabelse.dk – 26.03.13

²⁴⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 47

Pandora, giver det dermed lidt udfordringer, da markedsværdien ikke formodes at findes, hvorfor det ikke umiddelbart er muligt, at benytte disse. Dette problem løses dog ved at anvende et skøn over den langsigtede kapitalstruktur i virksomheden. Dette vil vi foretage på baggrund af beregninger, der tager udgangspunkt i Pandoras akties lukkekurs den 31. december 2012 og antallet af aktier samt historiske bogførte data og ud fra disse vurdere, hvordan vi forventer, at den langsigtede kapitalstruktur vil være.

Hvis vi starter med at se på Pandoras kapitalstruktur ud fra markedsværdier, gøres det som nævnt ovenfor, ud fra antallet af aktier samt lukkekursen ultimo 2012. Dermed fastsættes markedsværdien af egenkapitalen ved at multiplicere antallet af aktier med aktiekursen. Hvis aktien er attraktiv tillægger markedet den værdi, hvilket kaldes Market Value Added (MVA), hvilket dermed er forskellen mellem egenkapitalens markedsværdi og egenkapitalens bogførte værdi²⁴⁶. Nedenfor ses beregningen af Pandora kapitalstruktur ud fra markedsværdien.

Pandoras markedsværdi og kapitalstruktur d. 31.12.2012

Antal aktier:²⁴⁷ 130.143.258

Aktiekurs 31.12.2012:²⁴⁸ 124,50

<i>I DKK million</i>	Markedsværdier i DKK		
Aktivmasse	8.414	6.038	Bogført egenkapital
MVA	10.165	10.165	MVA
		16.203	Markedsværdi EK
		2.376	Gæld
EV	18.579	18.579	EV

Tabel 20: Markedsværdi af Pandoras egenkapital pr. 31.12.2012²⁴⁹

Egenkapitalandel = 87,21 %

Fremmedkapitalandel = 12,79 %

²⁴⁶ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2012, side 47

²⁴⁷ Årsrapport 2012 – Pandora, side 33

²⁴⁸ <http://investor.en.pandora.net/stocklookup.cfm> - 26.03.13

²⁴⁹ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2012, side 102

Ud fra ovenstående beregning ses, at egenkapitalen udgør 87,21 %, mens fremmedkapitalen udgør 12,79 %, hvormed egenkapitalandelen synes at være høj. Vi vurderer ikke dette som en realistisk fordeling, når man ser på den langsigtede kapitalstruktur, hvorfor vi også vil foretage en vurdering af fordelingen ud fra bogførte værdier.

Tages der udgangspunkt i den bogførte egenkapital og nettogæld, ses nedenfor, hvordan fordelingen mellem gæld og egenkapital har været i perioden 2008-2012:²⁵⁰

År	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapitalandel	10 %	28 %	48 %	67 %	72 %
Fremmedkapitalandel	90 %	72 %	52 %	33 %	28 %

Tabel 21: Udviklingen i kapitalstrukturen ud fra bogførte værdier for perioden 2008-2012

Ud fra disse beregninger ses, at Pandora bevæger sig mere og mere væk fra at have en stor andel af fremmedkapital set i forhold til egenkapitalen. Årsagerne til denne udvikling skyldes i stor grad, at de har afviklet et lån med moderselskabet.

Da Pandora løbende har behov for at vedligeholde og investere i ny teknologi til deres produktionsanlæg og fabrikker, ligesom de fortsat vil åbne flere af deres egne brandede butikker og udvide til nye markeder, vurderes det, at de fortsat i fremtiden vil have behov for at optage gæld, for at opnå deres vision. Derfor forventer vi på baggrund af en vurdering af fordelingen af egen- og fremmedkapital fra markedsværdier og bogførte værdier, at den fremtidige kapitalstruktur vil være fordelt med 80 % egenkapital og 20 % fremmedkapital. Dette også fordi egenkapitalen formodes at blive mindre i forbindelse med aktietilbagekøbsprogrammet, som Pandora har iværksat i 2013, hvorfor en egenkapitalandel på 87,21 % til markedsværdier vurderes at blive mindre.

8.2.2 Ejernes afkastkrav

Beregning af WACC'en kræver en viden om afkastkravet for egenkapitalen. Dette svarer til ejernes afkastkrav ved en alternativ investering med samme risiko, hvorfor formålet er at fastsætte det afkastkrav aktiemarkedets investorer kræver for at investere i virksomhedens aktier. Til dette formål, kan Capital Asset Pricing Model, CAPM, med fordel benyttes, ligesom aktivrisikometoden kan benyttes. Derfor vil vi nu se nærmere på disse.

²⁵⁰ Årsrapporter - Pandora

8.2.2.1 CAPM - modellen

CAPM-modellen tager udgangspunkt i aktiens risiko og dennes følsomhed overfor markedet, hvor aktionæren antages at kræve et merafkast som kompensation for den risiko, der er ved aktien. Nedenfor ses ligningen til CAPM, der udtrykker sammenhængen mellem ejerafkastkravet og markedsrisikoen:²⁵¹

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

Hvor:

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

Ud fra denne ligning ses, at en akties afkast er det samme som det risikofrie afkast plus en risikopræmie, der er proportional med en aktiens beta²⁵². I det følgende vil hvert element i modellen blive gennemgået og fastsat.

8.2.2.1.1 Den risikofrie rente

Ses der på den risikofrie rente, svarer den i teorien til renten på en nul-kuponobligation, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko, og med samme løbetid som hvert tilbagediskonteret cash flow. Det vil i teorien medføre, at der skal benyttes flere forskellige renter for hvert år. For at undgå dette, anbefales det derfor i praksis, at der til at estimere den risikofrie rente, anvendes den effektive rente for en toneangivende 10-årig statsobligation²⁵³, hvorfor vi også har valgt at benytte denne.

Da vi i opgaven har valgt, at tage udgangspunkt i en dansk investor, og den gældende valuta i Pandora vurderes at være DKK, er der dermed valgt, at der benyttes renten på den danske statsobligation til fastsættelse af den risikofrie rente. Man kunne dog også have valgt, at betragte det ud fra hvilket marked, der er Pandoras største, hvormed det skulle have været den amerikanske

²⁵¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

²⁵² Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 43

²⁵³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 44

statsobligation, der skulle benyttes. Vi holder dog fast i den danske. Nedenfor i Tabel 22 ses udviklingen i den 10-årige danske statsobligationsrente som årsgennemsnit siden 2008:²⁵⁴

År	2008	2009	2010	2011	2012	28.03.13
Rente	4,30 %	3,60 %	2,90 %	2,70 %	1,50 %	1,54 %

Tabel 22: Den effektive rente for en 10-årige statsobligation fra 2008-2012²⁵⁵

Som det ses, har renten været faldende de seneste fem år, hvormed den befinder sig på et historisk lavt niveau. Til trods for, at det ikke kan forventes, at den vil befinde sig på dette lave niveau i hele budgetperioden, har vi sat den risikofrie rente til 1,5 %, da det er niveauet for renten på nuværende tidspunkt, ligesom renten i gennemsnit har været på det niveau i 2012.

8.2.2.1.2 Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie skal udtrykke det tillæg, en investor forventer at få for at investere i en risikobetonet aktie frem for at investere i risikofrie statsobligationer. Det vil dermed sige, at risikopræmien er forskellen mellem det forventede afkast på markedet og den risikofrie rente, og er dermed den merværdi investorerne kræver. I praksis kan risikopræmien være vanskelig at fastsætte, da der ikke findes noget præcist estimat herfor eller en model, der kan benyttes. Der findes dog tre forskellige metoder hertil, som er mulige at anvende nemlig:²⁵⁶

- Et skøn af investorenes krav til risikotillægget. Dette sker gennem en undersøgelse blandt et antal af investorer, hvorefter et gennemsnit anvendes. Dette er formentlig den mest direkte og korrekte metode, men det er dog vigtigt, at huske på, at der kan være stor forskel på resultatet.
- Historiske data, hvor risikopræmien estimeres ud fra disse. Her bygger estimatet dermed på den antagelse, at den kommende risikopræmie er den samme som den historiske. Det forudsætter dermed, at risikopræmien i dag ikke har ændret sig i forhold til tidligere, hvilket ikke er sandsynligt, da blandt andet forhold som finanskrisen kan have indvirkning herpå. I perioden 1925-1997 er den historiske risikopræmie estimeret til ca. 3 % på det danske marked, hvilket vi ikke mener, er retvisende når man ser på situationen på markedet i dag.
- Forventningerne til fremtiden. Her beregnes risikopræmien på baggrund af nuværende aktiekurser fx ved hjælp af residualindkomstmodellen. Denne metode er vanskelig at

²⁵⁴ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp> - 28.03.13

²⁵⁵ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp> +

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=XCSE1:5ST.L.23_GB 28.03.13

²⁵⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 44-45

benytte, da den stiller meget store krav til, hvilke forventninger markedet har til forventede fremtidig pengestrømme.

Da den første metode antages at være den mest konkrete, er det den vi vil tage udgangspunkt i. Vi vil derfor benytte undersøgelser, der er lavet omkring markedets risikopræmie og bruge dem som grundlag til fastsættelsen af risikopræmien for Pandora, hvormed den fastsættes ud fra et skøn. Revisorfirmaet PWC lavede en undersøgelse, der blev offentliggjort i 2010, som viste at den gennemsnitlige markedsrisikopræmie på det tidspunkt var på 4,9 %²⁵⁷. Da det er flere år siden, må det formodes, at finanskrisen har haft større indflydelse på risikopræmien siden da, til trods for, at SKAT fortsat ikke mener, at det afviger fra et niveau på 4-5 %²⁵⁸. På University of Navarra, er der lavet en undersøgelse for 82 lande i 2012, hvoraf 43 investorer fra Danmark har deltaget. Undersøgelsen er endt ud med en gennemsnitlig risikopræmie for Danmark på 5,5 %²⁵⁹, hvorfor det er den vi vil tage udgangspunkt i, da vi mener den er mere retvisende på nuværende tidspunkt, end en risikopræmie på 5 % grundet markedets usikkerheder.

Da der ikke er en metode, der er mere rigtig end de andre, og der er stor usikkerhed forbundet med estimatet, vil det være en fordel at vurdere følsomheden af estimatet ved at anvende forskellige risikopræmier, hvilket vi vil se på i den efterfølgende følsomhedsanalyse.

8.2.2.1.3 Betaværdien

Betaværdien er et udtryk for den systematiske risiko ved investering i aktien, og er dermed udtryk for selskabets risiko i forhold til markedsindekset. Dermed betyder det også, at virksomheder der er konjunkturfølsomme, har en større beta-værdi fordi konjunkturudsving kan medføre udsving i indtjeningen, hvorfor markedet kræver en større risikopræmie.

Beta kan fastsættes på baggrund af den historiske samvariation mellem afkastet på hele aktiemarkedet og den enkelte akties afkast. Beta måler derved den systematiske risiko, der er mellem markedet og den enkelte aktie i samspil med risikopræmien. Det betyder dermed, at jo højere betaværdien er, jo højere risiko er der forbundet med aktien, og jo højere vil afkastkravet være. Nedenstående Tabel 23 kan bruges til tolkning af beta-værdierne.

²⁵⁷ http://www.pwc.dk/da_DK/dk/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf - 28.03.13

²⁵⁸ <http://www.skat.dk/gsa.aspx?oId=1813219&vId=208529> - 28.03.13

²⁵⁹ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2084213 - 28.03.13

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

Tabel 23 Tolkning af betaværdierne²⁶⁰

Som det fremgår, betyder en beta på nul, at der ikke er nogen risiko ved investeringen. Det vil dog ikke være relevant her. Hvis en virksomhed derimod har en beta på en, har den en risiko, der fuldstændigt følger markedet. Er den over 1, har den en større systematisk risiko end markedet generelt, hvilket betyder, at den er konjunkturfølsom og omvendt, hvis beta er under 1. I Pandoras tilfælde må det vurderes, at de har en beta-værdi over 1.

Fastsættelse af en korrekt betaværdi er i praksis en vanskelig opgave. Da Pandora er børsnoteret, har det dog været muligt, at finde deres estimerede betaværdi på internettet. Ifølge Proinvestor udgør Pandoras betaværdi 1,510²⁶¹, hvormed de vurderer, at en investering i Pandora aktien har en større risiko end markedsporteføljen. Ved en beta på 1,510, har aktien derfor 51 % større systematisk risiko, da den forventes at svinge 51 % mere end aktiemarkedet generelt²⁶².

Man kan dog diskutere om beta-værdien burde være højere, når man tager, beta-værdien på 1,78, som Reuters har fastsat for konkurrenten Tiffany & Co, i betragtning²⁶³. Hermed kunne der tales for, at beta for Pandora burde være højere, da Pandora kun har et produkt, der udgør størstedelen af deres omsætning, mens konkurrenten Tiffany & Co. har flere produkter, hvormed Pandora er mere følsomme overfor svigtende trends, ligesom Pandora har mindre markedsandel end Tiffany & Co. Dog befinder Tiffany & Co. sig i en højere prisklasse end Pandora, hvilket betyder, at de formentlig er mere følsomme overfor ændringer i privatforbruget.

Vores vurdering er, at Proinvestors fastsatte beta til Pandora er i den lave ende. En fornuftig betaværdi, vurderer vi til at være på niveau med Tiffany & Co., hvorfor vi mener, at beta-værdien skal være på 1,80 da den samlede risiko for Pandora vurderes at være høj. Dette også taget i betragtning af den strategiske analyse, hvor vi blandt andet kom frem til, at Pandora er meget følsomme, fx ved ændringer i moden, da langt størstedelen af deres indtægt kommer fra deres

²⁶⁰ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 45

²⁶¹ <http://www.proinvestor.com/aktier/Pandora/PNDORA.CO> - se bilag 5 – 29.03.13

²⁶² Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013 side 70

²⁶³ <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=PNDZF.PK> – se bilag 6 – 27.03.13

charms, ligesom konjunkturen i samfundet kan have stor betydning på Pandoras indtjening. Desuden er der generelt hård konkurrence på markedet, hvilket øger risikoen. Beta-værdien er dog en vanskelig størrelse at fastsætte, hvorfor den skal ses på med en vis varsomhed.

8.2.2.1.4 Beregning aktionærernes/ejernes afkastkrav

Vi har nu fundet de tre faktorer, der skal bruges til beregning af det forventede afkastkrav til egenkapitalen. Vi vil nu beregne det ved hjælp af CAPM modellen, når:

- Den risikofrie rente, $r_f = 1,5 \%$
- Beta, $\beta = 1,80$
- Markedets risikopræmie, $E(r_m) - r_f = 5,5 \%$

Ved at indsætte det i ligningen for CAPM får vi dermed følgende:

$$r_e = 1,5 \% + 1,80 \times 5,5 \% = 11,40 \%$$

Da betaværdien har stor indflydelse på det samlede afkastkrav til egenkapitalen, og der som nævnt ovenfor er stor usikkerhed omkring, hvorvidt den fastsatte beta er realistisk, vil vi derfor også beregne afkastkravet ud fra aktivrisikometoden, for bedre at kunne vurdere om den er realistisk.

8.2.2.2 Aktivrisikometoden

Ifølge aktivrisikometoden beregnes egenkapitalafkastkravet ud fra følgende formel²⁶⁴:

$$\text{Den risikofrie markedsrente} + (\text{risikopræmien på aktiverne} \times \text{egenkapitalgearingen})$$

Den risikofrie markedsrente, blev fastsat ovenfor under CAPM modellen, hvorfor den ikke vil blive uddybet yderligere her, men blot tages fra det ovenstående afsnit. Dermed anvender vi en risikofri rente på 1,5 % i det følgende.

8.2.2.2.1 Egenkapitalgearing

Egenkapitalgearingen fortæller noget om, hvor mange gange aktivmassen er større end egenkapitalen. Egenkapitalgearingen skal reelt set fastsættes ud fra markedsværdier, hvilket kræver, at der i forvejen er foretaget en markedsmæssig værdiansættelse ved hjælp af en anden værdiansættelsesmodel, hvorfra den markedsmæssige kapitalstruktur kan anvendes til beregningen²⁶⁵. Da vores opgave netop omhandler værdiansættelsen af Pandora, fastsætter vi

²⁶⁴ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013 side 55

²⁶⁵ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013 side 55+105-106

egenkapitalgearingen ud fra den bogførte egenkapital og aktivmasse i følge Pandora årsrapport. I det følgende ses egenkapitalgearingen for Pandora i perioden 2008-2012²⁶⁶.

År	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiver i alt	4.282	5.816	8.959	8.051	8.414
Egenkapital i alt	428	1.648	5.411	4.315	6.038
Egenkapitalgearing	10,00	3,53	1,66	1,87	1,39

Tabel 24 Egenkapitalgearingen for Pandora i perioden 2008 – 2012

Som det fremgår, har egenkapitalgearingen været stærkt faldende i forbindelse med Pandoras børsnotering i 2010, da egenkapitalen er forøget markant i forbindelse med denne. I 2012 havde de en egenkapitalgearing på 1,39, hvorfor det er den vi vil anvende i den følgende beregning.

8.2.2.2 Risikopræmie på aktiverne

Risikopræmien på aktiverne fastsættes subjektivt, ud fra forskellige forhold. Det kan blandt andet være ud fra virksomhedens finansielle og driftsmæssige risiko ligesom alle andre former for risici, der er i virksomheden, blandt andet likviditetsniveauet i virksomhedens udstedte aktier, egenkapitalgearingen, samt aktiemarkedets generelle risikopræmie²⁶⁷. Dermed kan det også være vanskeligt at fastsætte risikopræmien korrekt. Da egenkapitalafkastkravet skal blive det samme uanset om aktivrisikometoden eller CAPM modellen anvendes, vil vi derfor regne baglæns, i forhold til det egenkapitalafkastkrav vi kom frem til ved CAPM modellen og ud fra det vurdere, om vi mener risikopræmien og dermed også det samlede egenkapitalafkastkrav er realistisk. Nedenstående Tabel 25 viser beregningsgrundlaget.

Egenkapitalafkastkravet beregnet under afsnittet om CAPM	11,40%
Risikofri rente	1,50%
Egenkapitalgearingen	1,39
Risikopræmie på aktiverne	7,12%
Egenkapitalafkastkravet efter aktivrisikometoden	11,40%

Tabel 25: Beregningsgrundlaget + beregning af risikopræmien på aktiverne

Ud fra ovenstående Tabel 25, fremgår det, at risikopræmien på aktiverne bliver 7,12 %, når ovenstående forhold anvendes, og egenkapitalafkastkravet skal give 11,40 %. Vores vurdering er, at dette synes at være et realistisk niveau, når aktiemarkedets generelle risikopræmie tages i

²⁶⁶ Årsrapport 2012, balancen

²⁶⁷ Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013 side 43

betragtning og set i forhold til den risiko, der er i Pandora jf. den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. I afsnittet om CAPM modellen benyttede vi en markedsrisikopræmie på 5,5 %. Dermed ses det også, at risikopræmien på Pandoras aktiver bliver højere, hvilke også hænger godt sammen med, at Pandora er meget afhængige af salget af en produktgruppe, hvilket øger risikoen ved dem.

Ud fra beregningerne af egenkapitalafkastkravet efter CAPM modellen og aktivrisikometoden vælger vi derfor, at benytte et egenkapitalafkastkrav på 11,40 % i beregningen af Pandoras WACC.

8.2.3 Långivernes afkastkrav

Det andet led, der skal bruges til beregning af WACC'en er gældsrenten og dermed långivernes afkastkrav på den nettorentebærende gæld. I princippet bør afkastkravet fastsættes på baggrund af den løbende markedsrente, hvilket betyder den rente, der faktisk betales i dag og dermed kan lånes til. Den fastsættes derfor som den risikofrie rente, hvortil der er lagt et risikotillæg. Da renten Pandora har optaget lån til ikke fremgår af deres årsregnskab, er det nødvendig, at foretage en beregning heraf. De finansielle forpligtigelsers afkastkrav, kan dermed opgøres ud fra følgende ligning²⁶⁸:

$$r_g = (r_f + r_s)$$

Hvor:

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

Da den risikofrie rente blev fundet i forrige afsnit, ud fra en toneangivende 10-årige dansk statsobligation, benyttes den også her. Dermed udgør den risikofrie rente 1,5 %. Dermed er den eneste faktor, der skal fastsætte her derfor det selskabsspecifikke risikotillæg.

8.2.3.1 Selskabsspecifikt risikotillæg

Når en virksomhed låner penge, kræver långiver et risikotillæg. Dette for at opveje den risiko, der er for, at virksomheden ikke kan betale lånet tilbage. Derfor må en virksomhed, der ud fra deres

²⁶⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 48

risikoprofil, opfattes som mere risikofyldt, betale en højere rente. Virksomhedens risikotillæg kan fastsættes ud fra en kreditrating, hvor en lav vurdering vil betyde et højere risikotillæg²⁶⁹.

På baggrund af en kreditrating fra Soliditet²⁷⁰, er Pandora blevet rated til AAA. En rating på AAA er den bedste rating man kan få. Nedenstående Tabel 26 viser, hvordan sammenhængen mellem kreditratingen og risikotillægget kan fastsættes.

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

Tabel 26: Risikotillæg ved forskellige kreditratings²⁷¹

Som det ses ud fra ovenstående Tabel 26, vurderes Pandora, at have et risikotillæg på 0,45 %, når de har en kreditrating der er AAA.

8.2.3.2 Beregning af långivernes afkastkrav

Vi har nu de faktorer, der skal bruges til beregning af det forventede afkastkrav til fremmedkapital og kan dermed fastsætte det til følgende:

$$r_g = (1,5 \% + 0,45 \%) = 1,95 \%$$

8.2.4 Beregning af WACC for Pandora

Da vi nu har fundet ud af, hvor meget afkastkravet til egenkapitalen samt långivernes afkastkrav udgør, er det nu muligt, at beregne WACC'en for Pandora til:

$$WACC = (11,40 \% \times 0,80) + (1,95 \% \times 0,20) \times (1-0,25) = 7,13 \%$$

Det antages, at WACC'en fremover er konstant, hvormed den benyttes gennem både budget- og terminalperioden. Dette er dog ikke realistisk, da både långivernes og aktionærernes afkastkrav alt andet lige må formodes at ændre sig over tid, men da det ikke er muligt, at forudsige WACC'en i uendelig tid, anvendes den konstante WACC til værdiansættelsen. Dermed kan der i det efterfølgende afsnit foretages tilbagediskontering af de frie pengestrømme.

²⁶⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 48

²⁷⁰ Soliditet A/S, oplysninger herom er modtaget af Midt Factoring – se bilag 7

²⁷¹ Thomas Plenborg og Christian Petersen, Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 2005, side 246

8.3 Værdiansættelse af Pandora

Af Line Christensen

Vi vil i det følgende beregne værdien af Pandora ud fra budgetteringen og den beregnede WACC i de foregående afsnit. Dette vil vi, som nævnt tidligere, gøre ud fra DCF modellen (Discounted cash flow). Vi har valgt at benytte DCF modellen, fordi den tager udgangspunkt i de forventede frie pengestrømme og dermed ikke i bogførte værdier. Benyttede vi de bogførte værdier, ville der være en risiko for, at værdiansættelsen blev fortaget ud fra manipulerede regnskabsmæssige driftsresultater, hvilket ikke vil være hensigtsmæssigt²⁷². En ulempe ved DCF modellen er dog, at den kræver et højt informationsniveau og dybdegående kendskab til virksomheden, som kan være svært at opnå som eksterne analytikere, hvilket vi dog har forsøgt at opnå gennem de foregående afsnit.

DCF modellen er kendetegnet ved, at de fremtidige pengestrømme (FCF) fastsættes med udgangspunkt i budgettet, hvorefter de tilbagediskonteres til nutidsværdi med diskonteringsrenten, der er de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). Denne metode er en indirekte metode til at fastsætte værdien af egenkapitalen. Dermed beregnes nutidsværdien af det frie cash flow for at finde værdien af virksomheden først, også kaldet Enterprise Value (EV), hvorefter gælden fratrækkes. Således fremkommer markedsværdien af virksomhedens egenkapital. Nedenstående ses formelen til værdiansættelse efter DCF modellen.²⁷³

$$V_0^E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T} = NFF_0$$

V_0^E = Nutidsværdi af egenkapital

FCF = Det frie cash flow (FCF = DO – ΔNDA)

WACC = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = Vækstrate i terminalperioden

NFF = Nettofinansielle forpligtigelser

Som det fremgår af ovenstående formel, er den opdelt i to led. Det første led udgør budgetperioden mens det sidste led udgør terminalperioden. Samlet set udgør de to led virksomhedens værdi.

²⁷² Per Vestergaard Andersen, Køb og salg af virksomheder og aktier, Jurist- og økonomforbundets forlag, 1. udgave, 2013, side 37

²⁷³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave, 2012, side 39

Med udgangspunkt i budgetteringen og den fastsatte WACC på 7,13 % er virksomhedens værdi dermed beregnet, hvor de frie cash flows for hvert år er tilbagediskonteret til tidspunkt nul med WACC'en således, nutidsværdien fremkommer. I terminalperioden er vækstfaktoren desuden indregnet med 2 %, som blev fastsat under budgetteringen. Fra virksomhedens samlede værdi, fra både den tilbagediskonterede budgetperiode og terminalåret, skal de nettofinansielle forpligtigelser fratrækkes. Dog er de finansielle aktiver ultimo 2012 større end de finansielle forpligtigelser, hvorfor de i dette tilfælde bliver lagt til virksomhedens værdi. Beregningen ud fra DCF modellen kan ses i nedenstående Figur 6.

Værdiansættelse af Pandora								
i mio. kr.	Budgetperiode							Terminalår
År	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Samlet driftsoverskud e/skat	1.265	1.336	1.501	1.607	1.688	1.727	1.728	1.825
- ændring i NDA	45	461	569	481	997	341	267	474
= Det frie cash flow	1.220	875	932	1.126	690	1.386	1.461	1.351
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51	1,62	
Nutidsværdi af det frie cash flow	1.139	763	758	855	489	917	902	
Terminalværdien								26.332
Samlet nutidsværdi af FCF	5.823							
Nutidsværdi af terminalværdien	16.259							
= Virksomhedens værdi / EV	22.082							
- Netto finansielle forpligtelser	-183							
= Værdi af egenkapital	22.265							
Antal aktier	130.143.258							
Værdi af egenkapital	22.265.000.000							
Antal aktier	130.143.258							
Værdi pr. aktie	171,08							

Figur 6: Værdiansættelse af Pandoras kursværdi pr. 31.12.2012

Værdien af Pandora er hermed opgjort til 22,3 mia. kr., hvilket svarer til en estimeret kurs pr. aktie på 171,08. Denne kurs ligger således 46,58 DKK over Pandoras officielle kurs d. 31.12.2012, der var på 124,50 DKK²⁷⁴. Ud fra vores teoretisk beregnede kurs, er der dermed noget, der kunne indikerer, at aktiemarkedet har værdiansat aktien for lavt, da den kan vurderes som værende undervurderet pr. 31.12.2012 i forhold til vores kurs.

Ser man på lukkekursen i skrivende stund d. 19.04.2013 i forhold til vores beregnede kurs, er billedet dog lidt anderledes, da kursen er steget siden d. 31.12.2012. Denne dag lukkede kursen med 173,80²⁷⁵, hvormed vores beregnede kurs er meget tæt på, og den officielle kurs dermed er lidt overvurderet i forhold til vores estimerede kurs.

²⁷⁴ <http://investor.en.pandora.net/stocklookup.cfm> - 19.04.13

²⁷⁵ <http://investor.en.pandora.net/stockquote.cfm> - 19.04.13



Årsagen til forskellen mellem markedsværdien d. 31.12.2012 og den teoretisk estimerede kurs kan være mange. Investorernes tvivl på fremtiden for Pandora kan være en af årsagerne. Da det er vores forudsætninger, der har været grundlaget for beregningen af kursen, kan det dog også betyde, at vores forudsætninger har været for optimistiske set i forhold til markedet pr. 31.12.2012. Derfor vil vi i det følgende foretage en scenarie- og følsomhedsanalyse for at vurdere og efterprøve, hvor realistisk/usikker den beregnede kurs er.

9. Scenarieanalyse

Af Janni Holm Jørgensen

I budgetafsnittet budgetterede vi forskellige værdidrivere, for at kunne værdiansætte Pandora. I dette afsnit vil vi prøve at ændre på nogle af disse værdidrivere ud fra norm case-scenariet, og lave et best og worst case-scenarie, hvor vi vil se hvad kursen bliver hvis det går endnu bedre for Pandora end norm case-scenariet og hvis det går Pandora dårligere end norm case-scenariet.

Vi vil ændre på stigningen i omsætningen samt EBIT-margin, og se hvilken betydning det har for kursen.

9.1 Best case-scenariet

Det kunne forestilles at Pandora ville skabe et nyt produkt i deres sortiment, som ville få stor succes, og dermed øge deres omsætning. Vi forudsætter at deres omsætning vil stige med 1 % alle årene. Dette vil også medføre en stigning i EBIT-marginen, som vi formoder, vil være ca. 0,5 % alle årene, da der også vil følge nogle omkostninger med omsætningsstigningen, stiger denne ikke helt så meget som omsætningen.

Det kunne forestilles, at AOH ville falde, da det ville formodes at nettodriftsaktiverne samtidig steg. Blandt andet fordi debitorerne ville stige. Det kunne også være det var nødvendigt at investere i et nyt produktionsanlæg. Der vil derfor være en afledt effekt på nettodriftsaktiverne, men den er dog svær at sætte en procentsats på, og det vil kræve en hel række forudsætninger, derfor har vi ikke ændret på dette parameter, men kun omsætningen og EBIT-marginen.

Redigeres budgettet med overstående ændringer i driverne, fås en aktiekurs på 203,15 kr. Altså 33,03 kr. mere end norm case-scenariet, der havde en kurs på 170,08, jf. Figur 7 nedenfor.

Værdiansættelse af Pandora								
i mio. kr.	Budgetperiode							Terminalår
År	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Samlet driftsoverskud e/skat	1.283	1.369	1.551	1.678	1.778	1.837	1.857	1.980
- ændring i NDA	103	527	646	568	1.120	446	376	606
= Det frie cash flow	1.181	842	905	1.110	659	1.391	1.480	1.373
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51	1,62	
Nutidsværdi af det frie cash flow	1.102	734	736	843	467	920	914	
Terminalværdien								33.255
Samlet nutidsværdi af FCF	5.715							
Nutidsværdi af terminalværdien	20.534							
= Virksomhedens værdi / EV	26.250							
- Netto finansielle forpligtelser	-183							
= Værdi af egenkapital	26.433							
Antal aktier	130.143.258							
Værdi af egenkapital	26.433.000.000							
Antal aktier	130.143.258							
Værdi pr. aktie	203,11							

Figur 7: Værdiansættelse af Pandora ved best case-scenariet.

9.2 Worst case-scenariet

Modsat best case-scenariet kan man forestille sig worst case-scenariet for Pandora, som værende tabt markedsandel på deres charms-armbånd. Som nævnt tidligere i opgaven er det charms-armbåndene, der udgør den største del af Pandoras omsætning, hvorfor det vil være et tab for Pandora, hvis dette produkt svigter, og de ikke har nogen erstatning herfor. Det vil derfor også betyde en faldende omsætning og EBIT-margin. Modsat best case-scenariet lader vi her omsætningen falde med 1 % og EBIT-marginen falde med 0,5 %.

Herudfra fås en kurs på 149,43 kr. jf. Figur 8 nedenfor. Det vil sige et fald på 20,65 kr. i forhold til kursen i norm case-scenariet.

Værdiansættelse af Pandora								
i mio. kr.	Budgetperiode							Terminalår
År	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Samlet driftsoverskud e/skat	1.247	1.305	1.451	1.539	1.601	1.622	1.607	1.681
- ændring i NDA	-13	396	495	399	882	244	169	356
= Det frie cash flow	1.260	908	957	1.140	719	1.378	1.439	1.325
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51	1,62	
Nutidsværdi af det frie cash flow	1.176	791	778	866	510	912	888	
Terminalværdien								21.609
Samlet nutidsværdi af FCF	5.920							
Nutidsværdi af terminalværdien	13.343							
= Virksomhedens værdi / EV	19.264							
- Netto finansielle forpligtelser	-183							
= Værdi af egenkapital	19.447							
Antal aktier	130.143.258							
Værdi af egenkapital	19.447.000.000							
Antal aktier	130.143.258							
Værdi pr. aktie	149,43							

Figur 8: Værdiansættelse af Pandora ved worst case-scenariet.



Det kan dermed konkluderes at en ændring i omsætningsvæksten har stort udsving på aktiekursen, og især ændringen i terminalåret udgør den store effekt.

Vi har også prøvet at ændre AOH op og ned med +/- 1 %. Dette parameter har dog ikke særlig stor indflydelse på aktiekursen, da den kun ændres med et par kroner. Ændres AOH med store udsving, vil det selvfølgelig have større indflydelse på aktiekursen.

10. Følsomhedsanalyse

Af Line Christensen

I det følgende vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse for yderligere at kunne vurdere den beregnede aktiekurs følsomhed overfor ændringer i de forskellige elementer. Der vil hovedsageligt være fokus på WACC'en, da denne har særdeles stor betydning for selve værdiansættelsen af virksomheden, hvorfor det er vigtigt, at den er fastsat med største nøjagtighed.

Risikoen for, at der er foretaget forkert estimat i nogle af de elementer der indgår i WACC'en, er stor, hvilket kan medføre en forkert værdiansættelse. Dermed er flere elementer i WACC'en også forbundet med en vis usikkerhed. Vi vil starte med at lave en vurdering af størrelsen af WACC'en sammenholdt med væksten i terminalperioden. Væksten i terminalperioden er valgt, fordi den har stor betydning for den endelige værdi, hvilket også fremgår af forrige afsnit. Udgangspunktet for analysen vil være den oprindelig beregnede aktiekurs på 171,08.

I nedenstående Tabel 27 er der ændret på størrelsen af WACC'en, ligesom der er ændret på størrelsen af væksten i terminalperioden. De øvrige elementer i værdiansættelsen er fastholdt, hvormed værdien pr. aktie illustreres ved ændring i disse to faktorer.

g- vækstrate i terminalperioden					
WACC	1%	1,50%	2%	2,50%	3%
5,13%	236,50	256,64	283,22	319,91	373,81
6,13%	188,65	199,75	213,53	231,11	254,31
7,13%	156,52	163,15	171,08	180,72	192,70
8,13%	133,48	137,67	142,54	148,27	155,12
9,13%	116,19	118,93	122,05	125,64	129,82

Tabel 27: Værdi af aktier ved forskellige WACC og vækstrater i terminalperioden

Som det fremgår ud fra ovenstående, har ændringerne i de to elementer stor betydning for aktiens værdi, hvor en lav WACC eller stor vækst i terminalperioden resulterer i, at virksomhedens værdi bliver større, hvormed aktiekursen alt andet lige også bliver større. Aktiens værdi har ud fra ovenstående Tabel 27 et spænd fra en kurs på 116,19 til 373,81 ved en ændring i WACC'en fra 5,13 % til 9,13 % og en vækst i terminalperioden fra 1 % til 3 %, hvilket viser, at det har relativ stor betydning for kursen, hvordan disse fastsættes.

Tager vi udgangspunkt i den WACC på 7,13 % vi benyttede i værdiansættelsen, kan vi se, at der er forholdsvis store afvigelser i den endelige kurs, alt efter hvilken vækstrate vi benytter i

terminalperioden. Dog befinder alle kurserne, uanset vækstraten ved en WACC på 7,13 %, sig over den officielle kurs d. 31.12.2012. Hvis kursen skal være lavere end den officielle kurs, kræver det en betydelig stigning i WACC'en, hvormed vi kan se, at der ved en vækstrate på 2 % i terminalåret kræves, at WACC'en er ca. 9,13 % før vores beregnede kurs kommer under den officielle kurs. Dette kan dermed indikere, at vores værdiansættelse er noget mere følsom overfor ændringer i WACC'en end for ændringer i vækstfaktoren i terminalåret.

Da der, som det fremgår af ovenstående og som nævnt tidligere, er stor usikkerhed forbundet med størrelsen på den estimerede WACC, ligesom den har stor betydning for værdiansættelsen, vil vi se nærmere på nogle enkelte af de fastsatte elementer i WACC'en. Et par elementer med stor usikkerhed er beta-værdien og markedets risikopræmie, hvorfor vi vil vurdere, hvilken betydning ændringer i disse har for kursen. Disse er valgt, da de har stor betydning for, hvordan ejerafkastkravet fastsættes efter CAPM modellen, da beta måler den pågældende akties risiko i forhold til markedsrisikoen, mens risikopræmien er et estimat over det merafkast, investorerne kræver for at investere i aktien. I nedenstående Tabel 28 ses, hvordan WACC'en og aktiekursen påvirkes ved ændringerne i de to elementer.

Beta	Risikopræmie					Beta	Risikopræmie				
	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%		4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
1,40	4,97%	5,39%	5,81%	6,23%	6,65%	1,40	298,74	261,14	231,84	208,38	189,17
1,60	5,51%	5,99%	6,47%	6,95%	7,43%	1,60	252,05	221,18	196,96	177,45	161,41
1,80	6,05%	6,59%	7,13%	7,67%	8,21%	1,80	217,84	191,70	171,08	154,41	140,65
2,00	6,59%	7,19%	7,79%	8,39%	8,99%	2,00	191,70	169,06	151,13	136,59	124,56
2,20	7,13%	7,79%	8,45%	9,11%	9,77%	2,20	171,08	151,13	135,29	122,40	111,73

Tabel 28: Ændring i WACC og værdi af aktien ved forskellige beta-værdier og risikopræmie

Bliver risikoen i investeringen mindre, vil aktiens beta-værdi også falde og omvendt hvis risikoen bliver større. Det fremgår, at ved en risikopræmie på 5,5 %, som var den vi tog udgangspunkt i, vil Pandoras aktiekurs variere fra 231,84 til 135,29. Dermed bliver kursen mest påvirket, hvis beta-værdien falder frem for hvis den stiger. Ligeledes kan markedets risikopræmie stige, hvis der er usikkerhed på markedet og i økonomien, hvormed investorerne bliver mere skeptiske. Hvis investorernes afkastkrav bliver ændret, ændres risikopræmien dermed også. Fastholdes vores udgangspunkt for beta på 1,80, vil kursen variere fra 217,84 til 140,65 ved en ændring i risikopræmien fra 4,5 % til 6,5 %. Dermed ser vi også, at et fald i risikopræmien har større betydning for kursen end en stigning.



Særligt er det værd at bemærke, at Tabel 28 ovenfor viser en forholdsvis stor ændring i WACC'en og dermed også kursen, blot ved mindre ændringer i de to elementer. Som det ligeledes fremgår af ovenstående Tabel 28, skal vi have en noget større beta og risikopræmie, førend vores estimerede kurs vil være på niveau med den officielle kurs den 31.12.2012, når det tidligere fastsatte frie cash flow anvendes til tilbagediskontering. Det ses dermed, at ved en beta på 2,00 og en risikopræmie på 6,50 %, vil vi få en WACC på 8,99 %. Når denne WACC benyttes til tilbagediskontering af det frie cash flow, vil det lede til en kurs på 124,56, hvilket er meget tæt på den officielle kurs 31.12.2012.

Ud fra ovenstående eksempler, kan det dermed konkluderes, at det har stor betydning for kursen, hvordan WACC'en er fastsat, hvorfor det er særdeles vigtigt, at denne fastsættes med største præcision. Ligeledes kan noget tyde på, at vores WACC er fastsat for lavt, hvis vi skal ende ud med kursen pr. 31.12.2012 på baggrund af vores oprindelige budget.

11. Konklusion

Af Line Christensen og Janni Holm Jørgensen

Pandoras interne forhold bygger blandt andet på at skabe et godt image og at deres arbejde skal udføres etisk rigtigt, hvilket medfører de får et godt arbejdsmiljø. Deres vision er at blive det mest anerkendte smykkebrand. Pandora har fået skabt en vertikal integreret forretningsmodel, samtidig med de har fået et fælles ERP system, der medfører en ensartet forretningsgang.

Pandora bliver ledet af bestyrelsen, mens direktionen står for den daglige ledelse. Medarbejderne har en vigtig rolle i Pandora, hvormed Pandora hele tiden forsøger at sikre deres udvikling.

Der er flere forskellige eksterne forhold, der kan påvirke Pandora både i positiv og negativ retning. Af politiske forhold kan en lukning af import og eksportgrænser være en stor trussel for Pandora, da de så hverken kan eksportere deres færdigvarer, eller importere deres råvarer. Økonomisk set vil det være en trussel for Pandora, når der er lavkonjunktur i markedet, da forbrugerne så prioriterer deres penge anderledes. Stigende råvarepriser vil også påvirke Pandora negativt, da de vil tjene mindre på varen, hvis ikke de ligger stigningen over på forbrugeren ved at hæve priserne på deres produkter. Samtidig har valutakursudsving også en påvirkning, som både kan være positiv og negativ retning.

I de sociale forhold vil især mode være et parameter, som kan påvirke Pandora, da det er vigtigt deres produkter følger trendene, for at forbrugerne finder dem attraktive. Onlinesalg er et teknologisk parameter, som kan være med til at påvirke Pandora, da det er en mulighed for mersalg, da forbrugeren kan handle, hvornår på døgnet den ønsker, dog skal Pandora hele tiden sørge for systemet er opdateret.

Naturkatastrofer vil være en stor trussel for Pandora, da det kan betyde masseødelæggelse, og at deres produktionsafdeling dermed kan blive ødelagt. Pandora har dog heldigvis en nødplan, men er det en stor katastrofe, som fx en tsunami, vil den ikke holde. Lovgivningsmæssigt kan det være dyrt for Pandora, hvis der fx kræves nye udluftningsregler inden for arbejdsmiljøloven, og de er nødt til at købe nyt udstyr hertil.

Pandora har i dag en stærk markedsposition, trods hård konkurrence på markedet, da de er blandt verdens tre største smykkevirksomheder og dermed en af markedslederne. Dog må den største trussel for Pandora vurderes at være den hårde konkurrence, der er i branchen blandt eksisterende udbydere både internationalt, men også i særdeleshed på nationalt niveau. Blandt udbydere af charms konceptet er Pandora den største udbyder, men konkurrenterne i denne niche er en stor trussel for Pandora, da salg af charms udgør ca. 87 % af deres omsætning. Hvis man vil konkurrere

på samme niveau som Pandora, vurderes adgangsbarriererne at være forholdsvis høje, hvorfor truslen fra nye indtrængere ikke ses som store på internationalt niveau. En ny udbyder kan dog hurtigt blive en stor konkurrent på det nationale niveau. Der kan i nogen grad være en trussel fra substituerende produkter, da moden i høj grad vurderes at have indflydelse på, hvad forbrugerne køber. Det er derfor også forbrugernes rådighedsbeløb der konkurreres om, hvorfor Pandora i det store billede er i konkurrence med alle forbrugsgoder. Hverken leverandørernes eller kundernes forhandlingsstyrke vurderes at være store, men vil dog være til stede i en vis grad, særligt fra slutbrugerne, da de kan skifte til et andet mærke, hvis pris og kvalitet ikke lever op til forventningerne. Det vil dog kræve en stor indsats at bevare positionen grundet den hårde konkurrence.

Pandoras økonomiske udvikling de seneste fem år har fra 2008-2010 været stigende i både deres ROIC, OG samt AOH, hvilket vidner om, at de blandt andet har haft et stigende overskud, grundet en fornuftig sammenhæng mellem deres omsætning og omkostninger. Herefter har deres omkostninger været stigende i forhold til deres omsætning, og derfor har tallene fra 2010-2012 været faldende, blandt andet grundet stigende råvarepriser på guld og sølv disse år. ROE har været faldende fra 2008-2012, hvilket især skyldes overført resultat til egenkapitalen, men på trods heraf ligger ROE på et tilfredsstillende niveau. Pandoras finansielle gearing har fra 2008-2012 haft en positiv udvikling, og er i 2012 på et negativt niveau, da Pandora ingen finansielle forpligtelser har dette år. Dette betyder samtidig at Pandoras soliditetsgrad er stigende fra 2008-2012. Pandoras varer har i 2011 lagt mange dage på lager, men dagene er allerede i 2012 nedbragt med 110 dage.

Pandoras markedskurs var per 31.12.2012 undervurderet i forhold til vores værdiansættelse. Den officielle markedskursen var per 31.12.2012 124,50 kr. pr. aktie, imod vores estimerede aktieværdi på 171,08 kr. pr. aktie. Dette giver en forskel på 46,58 kr. Dog ligger vores kurs tæt på markedskursen pr. 19.04.2013, som var 173,80 kr. Årsagerne til forskellen mellem markedsværdien pr. 31.12.2012 og vores estimerede kurs kan blandt andet være investorernes tvivl på fremtiden for Pandora. Samtidig kan det også vidne om, at vores forudsætninger har været for optimistiske i forhold til markedet.

Især ændringer i omsætningen er med til at påvirke aktiekursen. Blot en stigning på 1 % kan ændre kursen med 33,03 kr. Det er især procenten i terminalåret der har stor betydning herfor. Samtidig har det også stor betydning for aktiekursen, hvis der foretages ændringer i WACC'en, hvorfor værdien af denne har stor betydning for selve værdiansættelsen.



Alt i alt kan vi konkludere at Pandoras aktuelle markedskurs per 31.12.12 er undervurderet i forhold til vores estimat.

12. Litteraturliste

Bøger

Forfatter	Titel	Forlag	Udgave	År
Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang	Gjellerup/Gads Forlag	4. udgave	2012
Jens O. Elling, Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang	Gjellerup	2. udgave	2005
Per Vestergaard Andersen	Køb og salg af virksomheder og aktier	Jurist- og økonomforbundets Forlag	1. udgave	2013
Jørgen Lægaard, Mikael Vest	Strategi i vindervirksomheder	Jyllands-Postens Forlag	3. udgave	2010
Bent Schack	Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse	Jurist- og økonomforbundets Forlag	4. udgave	2009
Thomas Plenborg, Christian Petersen	Regnskabsanalyse for beslutningstagere	Forlaget Thomson	1. udgave	2005

Internetsider

www.pandoragroup.com

www.pandora.net/da-dk

www.business.dk

www.borsen.dk

www.dr.dk

www.unglobalcompact.org

www.axcel.dk

www.npinvestor.dk

www.endless-jewelry.dk

www.finanstilsynet.dk

www.tv2oj.dk

www.politiken.dk

www.euo.dk

www.værdiskabelse.dk

www.statistikbanken.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.proinvestor.com

www.reuters.com

www.pwc.dk

www.skat.dk

papers.ssrn.com

Artikler

Pressemeddelelse Pandora 20. januar 2011 – ”Ny organisationsstruktur i Pandora CWE & CEE”

Årsrapporter

Pandora 2008-2012

Tiffany 2011

Diverse

Børsprospekt for Pandora:

http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFRFB/1345898297x0x424623/6598451B-5AC9-4262-B37B-6C250E2EE3FF/PANDORA_Prospekt_DK_2010.pdf

Pandora – 30 years moments:

http://www.pandoragroup.com/en/Media/Pandora_In_Brief/30%20years%2030%20moments

Bilag 1- Reformulering af balancen

Reformulering af balancen

i mio. kr.

Aktiver:

Driftsaktiver (DA):

	2012	2011	2010	2009	2008
Goodwill	1.922	1.928	1.905	1.208	932
Brand	1.053	1.053	1.052	1.048	1.032
Distributionsnetværk	331	336	366	396	426
Distributionsrettigheder	1.045	1.064	1.128	884	900
Andre immaterielle aktiver	136	95	39	0	0
Materielle aktiver	472	429	374	205	115
Udskudt skatteaktiv	190	209	107	77	29
Andre langfristede finansielle aktiver	26	34	28	21	1
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	940	900	834	622	332
Tilgodehavender fra moderselskabet	0	0	0	0	17
Andre tilgodehavender	502	177	533	57	22
Varebeholdninger	1.318	1.609	1.272	433	143
Tilgodehavender skat	138	41	97	41	28
Driftsaktiver i alt (DA)	8.073	7.875	7.735	4.992	3.977

Driftsforpligtelser (DF):

Udskudt skatteforpligtelse	552	552	606	559	586
Anden gæld	692	775	486	253	97
Skyldig selskabsskat	283	344	351	207	124
Leverandørgæld	219	288	245	106	30
Hensatte forpligtelser	470	294	612	68	24
Andre langfristede forpligtelser	2	2	18	0	0
Driftsforpligtelser i alt (DF):	2.218	2.255	2.318	1.193	861

Netto driftsaktiver (NDA) (investeret kapital) 5.855 5.620 5.417 3.799 3.116 st.

Passiver:

Finansielle forpligtelser (FF):

Ansvarligt lån fra moderselskabet	0	0	0	1.400	1.316
Rentebærende gældsforpligtelser	158	385	2.326	1.575	1.677
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	158	385	2.326	2.975	2.993

Finansielle aktiver (FA)

Likvide beholdninger og kortfristede indeståender	341	176	1.224	824	305
Finansielle aktiver i alt (FA)	341	176	1.224	824	305

Netto finansielle forpligtelser i alt (NFF) -183 209 1.102 2.151 2.688

Egenkapital (NDA-NFF-MIN) 6.038 5.411 4.315 1.451 428

Minoritetsinteresser (MIN) 0 0 0 197 0

Samlet finansiering (NFF+EK+MIN) 5.855 5.620 5.417 3.799 3.116 st.

Afstemning 0 0 0 0 0

Kilde:

Opstilling er lavet på baggrund af model i Rengskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang af

Jens O. Elling og Ole Sørensen, Gjellerup, 2. udgave, 2005, side 124

Tallene er hentet fra Pandoras årsrapporter fra 2008-2012

Bilag 2 - Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering af resultatopgørelsen

i mio kr.

	Note	2012	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning		6.652	6.658	6.666	3.461	1.658
-Vareforbrug	1	-2.202	-1.780	-1.931	-1.066	-642
=Bruttoresultat		4.450	4.878	4.735	2.395	1.016
-Distributionsomkostninger	2	-1.982	-1.890	-1.494	-627	-265
-Administrationsomkostninger	3	-813	-709	-560	-279	-66
= Driftsoverskud før afskrivninger og amortiseringer (EBITDA)		1.655	2.279	2.681	1.489	685
-Afskrivninger	4	-180	-221	-265	-148	-33
=Driftsoverskud før skat (EBIT)		1.475	2.058	2.416	1.341	652
-Skat af driftsoverskud fra salg	5	-289	-382	-422	-243	-164
+Skat vedr. andet driftsoverskud		51	-138	75	21	-5
=Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)		1.237	1.538	2.069	1.119	483
Andet driftsoverskud						
+/- Gevinst/tab på sikringsinstrumenter		203	-551	299	83	-19
-Skat vedr. andet driftsoverskud		-51	138	-75	-21	5
+Skattemæssig indvirkning for året/skat af anden totalindkomst		-18	13	3	0	-23
+Kursdifferencer ved omregning af udenlandske dattervirksomheder		-65	247	402	45	142
=Andet driftsoverskud		69	-153	629	107	105
+/- udsædvanlige driftsposter						
+Regulering af hensættelse til CWE earn-out		51	511	0	0	0
Samlet driftsoverskud (efter skat)		1.357	1.896	2.698	1.226	588
-Netto finansielle omkostninger (efter skat)						
-Finansielle omkostninger		-128	-349	-218	-279	-240
+Finansielle indtægter		81	149	54	44	23
=Netto finansielle omkostninger før skat		-47	-200	-164	-235	-217
+Skattefordel på netto finansielle omkostninger	5	12	50	41	59	54
=Netto finansielle omkostninger efter skat		-35	-150	-123	-176	-163
-Minoritetsinteresser andel af totalindkomstopgørelsen		0	0	-56	-35	0
=Totalindkomst til ordinære aktionærer		1.322	1.746	2.519	1.015	425
Aktionærer i Pandora (tal er fra totalindkomstopgørelsen)						
		1.322	1.746	2.519	1.015	425
Afstemning						
		0	0	0	0	0
Note 1						
Vareforbrug	2012	2.223	2.011	2.010	2.009	2.008
-Afskrivninger	21	18	10	7	5	5
=Vareforbrug ekskl. afskrivninger	2.202	1.780	1.931	1.066	642	
Note 2						
Distributionsomkostninger	2.084	2.053	1.733	743	290	
-Afskrivninger	102	163	239	116	25	
=Distributionsomkostninger ekskl. afskrivninger	1.982	1.890	1.494	627	265	
Note 3						
Administrationsomkostninger	870	749	576	304	69	
-Afskrivninger	57	40	16	25	3	
=Administrationsomkostninger ekskl. afskrivninger	813	709	560	279	66	
Note 4						
Afskrivninger fra vareforbrug	21	18	10	7	5	
Afskrivninger fra distributionsomkostninger	102	163	239	116	25	
Afskrivninger fra administrationsomkostninger	57	40	16	25	3	
= Samlet afskrivninger	180	221	265	148	33	
Note 5						
Selskabsskattesats	25%	25%	25%	25%	25%	
Skatteomkostning	277	332	381	184	110	
+Skattefordel (skatteskjoldet)	12	50	41	59	54	
=Skat af driftsoverskud	289	382	422	243	164	

Bilag 3 – Nøgletalsberegning

Nøgletalsanalyse

ROE =	$\frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer}}{\text{Gns. Ordinær egenkapital}}$	=	$\frac{\text{NO}}{\text{Gns. EK}}$
-------	--	---	------------------------------------

	2012	2011	2010	2009	2008
ROE	21,89%	32,27%	58,38%	69,95%	99,30%

ROIC =	$\frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Gns. netto driftsaktiver (NDA)}}$
--------	---

	2012	2011	2010	2009	2008
ROIC	23,18%	33,74%	49,81%	32,27%	18,87%

OG =	$\frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}}$
------	--

	2012	2011	2010	2009	2008
OG	20,40%	28,48%	40,47%	35,42%	35,46%

AOH =	$\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}}$
-------	---

	2012	2011	2010	2009	2008
AOH	1,14	1,18	1,23	0,91	0,53

FGEAR =	$\frac{\text{NFF}}{\text{EK}}$
---------	--------------------------------

	2012	2011	2010	2009	2008
FGEAR	-0,03	0,04	0,26	1,48	6,28

Soliditetsgrad =	$\frac{\text{EK}}{\text{Samlede aktiver}}$
------------------	--

	2012	2011	2010	2009	2008
Soliditetsgrad	71,76%	67,21%	48,16%	24,95%	9,99%

SPREAD=	(ROIC-r)
---------	----------

	2012	2011	2010	2009	2008
SPREAD	42,31%	-38,03%	38,64%	24,09%	12,81%

ROIC 0,2318 0,3374 0,4981 0,3227 0,1887

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Gns. netto finansielle forpligtelser (NFF)}}$$

r = -0,1913 0,7177 0,1116 0,0818 0,0606

NFO e/skat 35 150 123 176 163
NFF -183 209 1102 2151 2688

EBITDA margin =	$\frac{\text{Nettoomsætning - driftsomkostninger}}{\text{Nettoomsætning}}$
-----------------	--

	2012	2011	2010	2009	2008
EBITDA margin	24,88%	34,23%	40,22%	43,02%	41,31%

Nettoomsætning 6.652 6.658 6.666 3.461 1.658

Vareforbrug 2.202 1.780 1.931 1.066 642

Distributionsomk. 1.982 1.890 1.494 627 265

Adminstrationsomk. 813 709 560 279 66

=Driftsomk. 4.997 4.379 3.985 1.972 973

EBIT margin =	$\frac{\text{Driftsoverskud fra salg (før skat)}}{\text{Nettoomsætning}}$
---------------	---

	2012	2011	2010	2009	2008
EBIT margin	22,17%	30,91%	36,24%	38,75%	39,32%

Driftsoverskud før skat 1.475 2.058 2.416 1.341 652

NOPAT-margin =	$\frac{\text{Driftsoverskud fra salg efter skat}}{\text{Nettoomsætning}}$
----------------	---

	2012	2011	2010	2009	2008
NOPAT-margin	18,60%	23,10%	31,04%	32,33%	29,13%

Bilag 4 - Budgettering

Budgettering

Resultatopgørelse

Nettoomsætning	1	1.658	3.461	6.666	6.658	6.652	6.785	7.124	7.623	8.004	8.324	8.574	8.746	8.920
Driftoverskud fra salg, efter skat	3+4	483	1.119	2.069	1.666	1.250	1.197	1.265	1.424	1.527	1.604	1.641	1.641	1.735
Andet driftoverskud, efter skat	5	105	107	629	-153	69	68	71	76	80	83	86	87	89
Samlet driftoverskud, efter skat		588	1.226	2.698	1.513	1.319	1.265	1.336	1.501	1.607	1.688	1.727	1.728	1.825

Balance

Nettodriftsaktiver	2	3.116	3.799	5.417	5.620	5.855	6.007	6.233	6.586	6.837	7.034	7.171	7.312	7.383
--------------------	---	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Beregning af det frie cash flow

Samlet driftoverskud		588	1.226	2.698	1.513	1.319	1.265	1.336	1.501	1.607	1.688	1.727	1.728	1.825
- ændring i NDA	2	N/A	683	1.618	203	235	45	461	569	481	997	341	267	474
= Det frie cash flow		N/A	543	1.080	1.310	1.084	1.220	875	932	1.126	990	1.386	1.461	1.351

		Historisk data					Budgetperiode						Terminalår	
		2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Note 1	Procentvisændring i nettoomsætning	N/A	108,75%	92,60%	-0,12%	-0,09%	2,00%	5,00%	7,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	2,00%

Note 2	Ændring i netto driftsaktiver	Historisk data					Budgetperiode					Terminalår		
		2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
	AOH	0,53	0,91	1,23	1,18	1,14	1,15	1,12	1,10	1,08	0,99	0,98	0,97	0,94
	1/AOH	1,89	1,10	0,81	0,85	0,88	0,87	0,89	0,91	0,93	1,01	1,02	1,03	1,06
	Omsætning	1.658	3.461	6.666	6.658	6.652	6.785	7.124	7.623	8.004	8.324	8.574	8.746	8.920
	Netto driftsaktiver	3.116	3.799	5.417	5.620	5.855	5.900	6.361	6.930	7.411	8.408	8.749	9.016	9.490
	Ændring I NDA	N/A	683	1.618	203	235	45	461	569	481	997	341	267	474

		Historisk data					Budgetperiode						Terminalår	
		2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Note 3	Budgettering af EBIT-margin	39,32%	38,75%	36,24%	30,91%	22,17%	21,78%	21,92%	23,07%	23,56%	23,79%	23,63%	23,16%	24,02%
	Procentvisændring i EBIT-margin	N/A	-1,45%	-6,48%	-14,71%	-28,28%	-1,74%	0,65%	5,22%	2,11%	1,01%	-0,70%	-1,97%	3,70%

Nettoomsætning		1.658	3.461	6.666	6.658	6.652	6.785	7.124	7.623	8.004	8.324	8.574	8.746	8.920
----------------	--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Driftoverskud fra salg (før skat)		652	1341	2416	2058	1475	1478	1562	1759	1886	1981	2026	2026	2143
-----------------------------------	--	-----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Note 4	Den effektive skatteprocent						19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
	Skat af driftoverskud fra salg (før skat)	169	222	347	392	225	281	297	334	358	376	385	385	407

Driftoverskud fra salg (efter skat)		483	1.119	2.069	1.666	1.250	1.197	1.265	1.424	1.527	1.604	1.641	1.641	1.735
-------------------------------------	--	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Note 5	Andet driftsoverskud (efter skat)	Historisk data					Budgetperiode						Terminalår	
		2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
	Nettoomsætning	1.658	3.461	6.666	6.658	6.652	6.785	7.124	7.623	8.004	8.324	8.574	8.746	8.920
	Andel af andet DO(e/skat) ifht. oms.	6,33%	3,09%	9,44%	-2,30%	1,04%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
	Andet driftsoverskud (efter skat)	105	107	629	-153	69	68	71	76	80	83	86	87	89

Bilag 5 - Beta værdi Pandora

<http://www.proinvestor.com/aktier/Pandora/PNDORA.CO>

PANDORA		OMX Copenhagen: PNDORA.CO	Opret gruppe	Branche: Forbrugervarer
----------------	--	---------------------------	--------------	-------------------------

AKTIEKURS FOR PANDORA	NØGLETAL FOR PANDORA
	Opdateret 17:59 160,00 3,20 2,04% Brugernes anbefaling Køb Se flere aktieanbefalinger Price / Earning 20,83 Udbytte % (2012) 3,44 Vækst% 92,60 Egenkapital (mio.) 4.315 Kurs/indre værdi 4,83 Market cap 20.823 Mio.
AKTIEANALYSE 16/12 2011 11:31	
I løbet af Proinvestors aktiespil vil vi bringe faktaark på hver af de enkelte investeringsmuligheder i C20 indekset, så spillerne kan få et grundlæggende kendskab til hver aktie. Her er et faktaark om Pandora som er blevet en af tradernes yndlingsaktier. Læs mere...	

OM PANDORA
Pandora A/S (OMX: PNDORA) er et dansk internationalt børsnoteret smykkefirma. Pandoras smykker sælges i over 55 lande fordelt på seks kontinenter via mere end 10.000 forhandlere, herunder mere end 420 Pandora-brandede konceptbutikker. Hovedsædet er i København, og selskabet beskæftiger på verdensplan over 5.000 medarbejdere, hvoraf mere end 3.600 arbejder i Gemopolis i Thailand, hvor virksomheden fremstiller sine smykker. Opdateret: 2/8 2012 17:15:00

KURSFINFORMATION OM PANDORA			
ÅBEN:	157,30	HØJ:	160,90
SIDSTE LUK:	156,80	LAV:	157,00
VOLUMEN:	509.299	HØJ 1 ÅR:	104,50
AKTIER:	130.143.258	LAV 1 ÅR:	39,52
MARKEDSVÆRDI:	20.822.921.280	BETA:	1.510

DEBAT OM PNDORA.CO	
PANDORA	
17/8 2012	Camel
Chart og TA'ner pr. børsluk 20. Juli-2012	
22/7 2012	IFTA.dk
Chart og TA'ner + TA 5 Emner Maj-2012	
13/5 2012	IFTA.dk
Pandora langt bedre end ventet	
8/5 2012	fcras
pandora op eller ned?	
5/4 2012	goldberg84
SHORT PANDORA	
21/2 2012	Eggebrecht
Pandora - mixed nuts	
21/2 2012	akademikeren
Investor contra spekulant	
20/1 2012	

Bilag 6 - Beta værdi Tiffany

<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=PNDZF.PK>

TIF.N on New York Stock Exchange	Price Change (% chg)	Prev Close	Day's High	Volume	52-wk High
68.42 USD	\$0.01 (+0.01%)	\$68.41	\$68.44	151,221	\$72.51
27 Mar 2013		Open	Day's Low	Avg. Vol	52-wk Low
		\$67.98	\$67.87	532,324	\$49.73

TIF.N



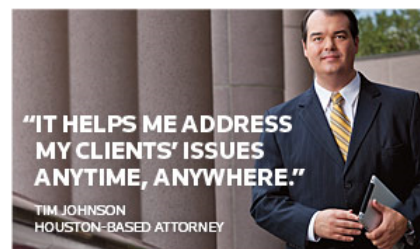
ABOUT

Tiffany & Co. is a holding company that operates through its subsidiary companies. The Company's principal subsidiary, Tiffany and Company (Tiffany), is a jeweler and specialty retailer whose principal merchandise offering is jewelry. Through Tiffany and other subsidiaries, the Company is engaged in product design, manufacturing... (more)

BUY/SELL



» Analyst Consensus



WestlawNext®

See what the WestlawNext® iPad® app can do for you ▶



THOMSON REUTERS®

COMPETITORS

	Price Change
DGSE Companies, Inc. (DGSE.A)	\$5.58 +0.06
Blue Nile Inc (NILE.OQ)	\$34.97 +0.77
Zale Corporation (ZLC.N)	\$3.90 -0.16
China First Pencil Co. Ltd B (900905.SS)	\$2.42 +0.01
China First Pencil Co. Ltd B (600612.SS)	¥22.91 +0.39

OVERALL

Beta:	1.78
Market Cap (Mil.):	\$8,673.88
Shares Outstanding (Mil.):	126.77
Dividend:	0.32
Yield (%):	1.87

FINANCIALS

	TIF.N	Industry	Sector
P/E (TTM):	21.03	28.67	23.05
EPS (TTM):	3.25	--	--
ROI:	10.99	17.17	12.54
ROE:	16.78	18.94	13.79

Bilag 7 - Rating af Pandora

Pandora A/S - 28505116

■ Rating

2013-04-02 10:09 Brian Leo Kjeldsen

PANDORA A/S

HOVEDVEJEN 2, 2600 GLOSTRUP, DANMARK

CVR-NR. 28505116 D&B D-U-N-S® NR. 30-940-0716 TLF. NR. 36 72 00 44 REGNSKAB 201112

AAA Højeste kreditværdighed Kredit max. 17,583 tDKK

Status Igangværende virksomhed

DELBEDØMMELSER

Grunddata

Veletableret

Ejerforhold

Stærk

Økonomi

God

RATINGHISTORIK

Dato	Rating	Kredit max.	Afslutningsdato
2012-04-20	AAA	17,583	2011-12-31
2011-04-28	AAA	50,000	2010-12-31
2011-04-20	AA	45,000	2010-12-31
2010-12-15	A	40,000	2009-12-31
2010-10-08	AA	45,000	2009-12-31
2010-08-09	A	10,544	2008-12-31
2010-06-09	A	10,544	2008-12-31
2010-03-08	B		2008-12-31
2009-05-13	A	85	2007-12-31
2008-11-14	A	85	2007-12-31
2008-07-30	A		2007-12-31
2008-07-10	A	96	2007-12-31
2008-06-04	AA	96	2007-12-31
2008-03-10	AA	93	2006-12-31
2008-01-14	AA	93	2006-12-31
2007-06-27	AA	91	2005-12-31
2007-05-19	AA	91	2005-12-31
2006-08-03	Ikke rated		2005-12-31
2006-06-22	Ikke rated		
2005-03-16	Nyetableret		
2005-03-15	Ikke rated		

1 (2)