

Kandidatafhandling

Cand.merc.aud.-studiet

Institut for Regnskab og Revision

Copenhagen Business School 2014

# Strategisk analyse og værdiansættelse af Pandora

## Strategic Analysis and Valuation of Pandora



Antal anslag: 179.483

Antal normalsider: 78,9

Vejleder: Jens O. Elling

Udarbejdet af: Henrik Petersen

Underskrift:

Dato for aflevering: 21. maj 2014



## Summary

The purpose of the thesis is to assess, whether Pandora is correctly valued on the market on April 30 2014. The background of the choice of the valuation as a subject owes to a great personal interest in the development of the stock market. That the choice fell on Pandora as a company owes to the corporation experienced a turbulent period since its introduction at the stock exchange in 2010. New and more expensive goods along with price increases on the products contributed to core customers no longer demanded Pandora's jewelry and hence growth evaporated. Since 2011 Pandora has worked its way back to a market segment, where everybody can afford Pandora's jewelry.

The valuation of Pandora is accomplished taking as its point of departure a study of the non-financial and financial value drivers. In the study of non-financial value drivers as crucial relations of future cash flows are identified. It is found that Pandora is facing uncertainty in terms of inputs due to production is concentrated in Thailand. Furthermore, the majority of revenues originate from one product. Hence, Pandora is very dependent of this product and the ability to create new best-selling products, if the current product goes out of fashion.

The study of financial value drivers offered the opportunity to examine the historical earnings. Pandora has had solid returns over the past five years. Yet, the returns have fallen. In addition to gearing due to the decrease in operating margins an increased turnover rate is seen.

Taking the study of the non-financial and financial value drivers as a point of departure future, expectations are budgeted. The budgeting covers a five year period followed by a constant terminal period. The appraisal itself is achieved by the use of the FCF model, where the total corporate value is calculated. In the thesis the choice of model is explained as the most applicable in relation to Pandora.

The value of Pandora is in the thesis calculated to 327 D.Kr. per share. The market rate per April 30 2014 is 361.90 D.Kr. Thus, Pandora is overrated with 9.6 % and hence, it is not assessed that Pandora is correctly valued.

The valuation though is associated with important uncertainties. A change in the setting of a number of conditions of budgeting might have resulted in another value, including the determination of the growth in revenue, the determination of costs as a percentage of revenue, as well as determining the WACC.

## Indholdsfortegnelse

1.	Indledning .....	2
2.	Problemformulering og afgrænsning .....	3
2.1.	Problemformulering .....	3
2.2.	Afgrænsning .....	3
3.	Metodisk tilgang .....	4
3.1.	Metode .....	4
3.2.	Dataindsamling og kildekritik .....	6
3.3.	Målgruppe .....	7
4.	Pandora A/S .....	7
4.1.	Historie .....	7
4.2.	Aktionærsammensætning .....	8
4.3.	Strategi .....	9
4.4.	Pandoras markedsområder .....	11
4.5.	Pandoras produktmix .....	13
5.	Analyse af ikke finansielle værdidrivere .....	14
5.1.	PEST-modellen .....	14
5.2.	Porters Five Forces .....	22
5.3.	Ressourcer og kompetencer .....	27
5.4.	Anshoffs vækstmatrice .....	29
5.5.	Boston-modellen .....	31
5.6.	Delkonklusion på analysen af ikke finansielle værdidrivere med udgangspunkt i SWOT .....	34
6.	Analyse af finansielle værdidrivere .....	35
6.1.	Reformulering .....	35
6.2.	Rentabilitetsanalyse .....	40
6.3.	Delkonklusion .....	52
7.	Værdiansættelse .....	53
7.1.	Valg af værdiansættelsesmodel .....	53
7.2.	Budgettering .....	56
7.3.	Fastlæggelse af WACC .....	66
7.4.	Fastlæggelse af værdi .....	73
7.5.	Følsomhedsanalyse .....	74
8.	Konklusion .....	77
9.	Litteraturliste .....	80

## 1. Indledning

I forbindelse med min afhandling på Cand. merc. aud-studiet har jeg valgt værdiansættelse som emneområde. Baggrunden for dette valg er en stor personlig interesse for dyberegående analyser af virksomheder og aktiemarkedets udvikling.

De seneste 1-2 år har vi set store stigninger på aktiemarkedet, som følge af flere tegn på bedringer i økonomien, særligt båret af spirende forår i den amerikanske økonomi. I enkeltaktier har vi set gevaldige stigninger. Her kan bl.a. nævnes større selskaber, som Genmab, Pandora og Vestas. Er disse stigninger tegn på en reel fremgang og at aktierne gennem en årrække som følge af konjunkturerne har været for lavt værdiansat eller er der tegn på, at denne type aktier er overvurderet og muligvis står over for en større markedskorrektion.

Med baggrund i dette har jeg fundet det interessant at tage udgangspunkt i Pandora i min analyse. Baggrunden for valget af Pandora er en hektisk udvikling i de 3,5 år hvor selskabet har været noteret på Nasdaq omx. Ved børsintroduktionen i oktober 2010 var kursen 210 og steg på første handelsdag til 263<sup>1</sup>. I slutningen af 2011, bare et år efter introduktionen var kursen faldet til 35<sup>2</sup>, mens den i foråret 2014 er steget til omkring kurs 350<sup>3</sup>. Således er aktien fra 2011 til foråret 2014 steget omkring 900 %.

Med udgangspunkt i denne udvikling finder jeg det interessant at undersøge hvorvidt de seneste 2,5 års stigning har medvirket til en korrekt værdiansættelse af aktien eller om aktien står foran en større korrektion. Kandidatafhandlingen vil, med udgangspunkt i Pandora A/S, give et overblik over nogle af de overvejelser investor må gøre sig i forbindelse med en investering.

---

<sup>1</sup> Axcel (1)

<sup>2</sup> TV2 Finans (1)

<sup>3</sup> Euroinvestor.dk (5)

## 2. Problemformulering og afgrænsning

### 2.1. Problemformulering

Med udgangspunkt i indledningen er følgende problemstilling opstillet:

På baggrund af en strategisk analyse og efterfølgende udarbejdet værdiansættelse, med udgangspunkt i faktorer identificeret i den strategiske analyse, vil det blive vurderet, hvorvidt Pandora er korrekt værdiansat pr. 30. april 2014.

Problemstilling vil blive løst gennem følgende underspørgsmål:

- Hvilke ikke finansielle værdidrivere har indflydelse på værdien af Pandora A/S?
- Hvordan har Pandora A/S performet historisk?
- Hvad er den estimerede værdi ud fra den foretagne analyse?

### 2.2. Afgrænsning

Med baggrund i problemformuleringen kan opgaven blive omfattende sammenholdt med opgavens størrelsesmæssige begrænsninger. Det anses derfor for værende nødvendigt, at foretage en afgrænsning af emnet, herunder såvel for analysen af de ikke finansielle, som finansielle værdidrivere. Omfanget af modeller anvendt til analysen af de ikke finansielle værdidrivere omtales i metodeafsnittet. Der er anvendt de modeller der er fundet mest relevante til analyse af Pandora. Andre teoretiske modeller kunne være fundet relevante, såfremt opgavens omfang havde været større. I analysen af de finansielle værdidriver vil der ikke blive foretaget benchmarking til andre virksomheder i branchen. Der er herudover set bort for reformulering af pengestrømsopgørelsen, idet der via reformuleringen af balancen og resultatopgørelsen er mulighed for udledning af det frie cash flow via formlen som følger:  $FCF = DO - \Delta NDA^4$ .

Opgaven er medtaget med oplysninger, der er kommet til offentlighedens kendskab frem til 30. april 2014. Oplysninger efter denne dato er ikke indarbejdet i opgaven og vil derfor ikke afspejle sig i værdiansættelsen af Pandora. En stor del af materialet til brug for værdiansættelsen er indhentet på baggrund af Pandoras offentliggjorte årsrapport fra 2013, pr. 18. februar 2014.

---

<sup>4</sup> Sørensen (2011:228)

### 3. Metodisk tilgang

#### 3.1. Metode

Den metodiske tilgang til løsning af afhandlingens problemstilling er baseret på en teoretisk og empirisk bearbejdning af offentlig tilgængeligt materiale med udgangspunkt i referencerammen for værdiansættelsesprocessen, som fremgår nedenfor.

Inden analysen, vil der blive foretaget en beskrivelse af selskabet Pandora. Beskrivelsen vil omfatte den historiske udvikling, aktionærsammensætning, strategi, markedsområder og produktmix (kap. 4). Disse skal medvirke til, at give et billede af Pandoras nuværende virksomhed. Endvidere vil relevante identificerede forhold blive inddrevet i den efterfølgende analyse og budgettering.

<sup>5</sup>Ved værdiansættelse af Pandora, er der tre faser, der skal gennemgås for at foretage den endelige værdiansættelse. Faserne fremgår af nedenstående figur og gennemgås nedenfor.

Fase 1	Fase 2	Fase 3
Analyse af den historiske udvikling	Budgettering	Værdiansættelse
1. Informationsindsamling 2. Strategisk analyse 3. Regnskabsanalyse 4. Nøgletalsanalyse 5. Analyse af pengestrømme	1. Strukturert budgettering 2. Proforma finansielle opgørelser	1. Kapitalomkostninger 2. Indirekte versus direkte metode 3. Værdiansættelsesmodel

Figur 1<sup>6</sup> – egen tilvirkning

#### 3.1.1 Fase 1 - Analyse af den historiske udvikling

For at Pandora, skal der indhentes relevant information om virksomheden. Virksomhedens årsrapport er en af de bedst brugbare offentligt tilgængelige informationskilder, når der skal indhentes information. Årsrapporten består af årsregnskabet og ledelsesberetningen. Årsregnskabet anvendes til at analysere den historiske udvikling (ex post). Det sker oftest gennem analysering af de finansielle værdidrivere. Ledelsesberetningen giver modsat et indblik i virksomheden og anvendes derfor til analysen af de ikke-finansielle værdidrivere. Analysen af de ikke-finansielle værdidrivere har til formål at identificere faktorer, der har eller vil have indvirkning på værdiskabelsen. Pressemeddelelser og anden tilgængelig information om virksomheden, vil blive inddraget, når det vurderes at være relevant for analysen.

<sup>5</sup> Sørensen (2011:21-24)

<sup>6</sup> Sørensen (2011:21)

Analysen af de ikke finansielle værdidrivere udarbejdes for at opnå forståelse af virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler. Dette for at identificere forhold, som kan påvirke virksomheden fremtidige performance. Herunder er det bl.a. relevant, at identificere de faktorer der kan skabe mere succes end konkurrenterne. For at bearbejde ovenstående indhentede materiale og på denne baggrund identificere ikke finansielle værdidrivere anvendes forskellige teoretiske modeller. I opgaven anvendes nedenstående omtalte modeller.(kap.5)

Til brug for analyse af de eksterne faktorer, som har indflydelse på Pandora, er det relevant, at se på omverdensforholdene. Til dette anvendes PEST-modellen i opgaven. PEST-modellen analyserer de udefra kommende faktorer, der kan have indvirkning på Pandora. Ved dybere analyse af branchen, og hvilke faktorer der påvirker smykkebranchen findes det relevant, at anvende Porters Five forces. Denne model identificerer de faktorer i branchen, som har påvirkning på Pandora, men som de også i nogen grad selv kan påvirke.

Efter analysen af de eksterne faktorer, vil de interne faktorer blive analyseret. De interne faktorer, vil blive analyseret ud fra tre modeller. Ressource og kompetencemodellen anvendes for, at identificere hvor selskabet konkurrencemæssigt er placeret i forhold til konkurrenterne. Herefter anvendes Anshoffs vækstmatrice til at identificere hvilke former for vækststrategier, som Pandora gør brug af i deres kamp for ekspansion. Herved opnås der et overblik over risikoen forbundet med væksten. I analysen af de interne faktorer, vil der ligeledes blive gjort brug af Boston-modellen. Denne identificere, hvor Pandoras produkter befinder sig i deres livscyklus, og kan dermed være med til, at danne et overblik over fremtidige vækst og indtjeningsmuligheder for Pandora.

Ovenstående analyse af de eksterne og interne faktorer, vil blive samlet i en SWOT-analyse. Denne vil omfatte de væsentligste ikke finansielle faktorer identificeret i analysen af de ikke finansielle værdidrivere.

Efter den foretagende analyse af de ikke finansielle værdidrivere, vil der med udgangspunkt i DuPont-modellen blive foretaget en regnskabs- og nøgletalsanalyse af de historiske årsregnskaber.(kap. 6). Resultatopgørelse, balance og egenkapital i de historiske årsregnskaber, vil blive reformuleret inden de anvendes til analysebrug, for at sikre en ensartet analysetilgang. Regnskabsanalysen er medvirkende til at afdække de finansielle værdidrivere, som kan forklare den historiske værdiskabelse. Værdien skabes på grundlag af virksomhedens driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Virksomhedens historiske performance



tager udgangspunkt i en regnskabsanalyse af allerede opnåede resultater, som er medvirkende til at skabe et fundament til at vurdere virksomhedens fremtidige udvikling.

### **3.1.2 Fase 2 - Budgettering**

Med baggrund i ovenstående analyse af de ikke finansielle og finansielle værdidrivere, vil der blive udarbejdet en budgettering af proforma-årsregnskaber.(kap.7.2). Proforma-årsregnskabet illustrerer den forventede fremtidige økonomiske indtjeningen, på baggrund af analysen. Budgetudarbejdelsen vil være forbundet med væsentlige usikkerheder, idet der er tale om budgettering af fremtidig performance. Derfor skal længden af budgetperioden overvejes. Jo længere budgetperiode, des større usikkerhed forbundet med budgetteringen. Det er i opgaven vurderet mest hensigtsmæssigt at budgettere 5 år. Endvidere vil fastlæggelsen af WACC blive foretaget.(kap. 7.3).

### **3.1.3 Fase 3 - Værdiansættelse**

Værdiansættelsen udarbejdes på baggrund af proforma-årsregnskabet, som udarbejdes under budgetteringen.(kap. 7.4). Der findes flere værdiansættelsesmodeller, der kan anvendes ved værdiansættelsen. Modellerne vil blive gennemgået og valget af cash flow-modellen vil blive forklaret. Denne gennemgang foretages inden budgetteringen.(kap. 7.1). Efterfølgende foretages der en følsomhedsanalyse, for at illustrere hvordan Pandora påvirkes af ændringer i de budgetterede resultater.(kap. 7.5).

Der udarbejdes delkonklusioner henholdsvis efter analysen af de ikke finansielle værdidrivere i form af en SWOT-analyse.(kap. 5.6). Ligeledes udarbejdes der delkonklusion på analysen af de finansielle værdidrivere.(kap. 6.3).

Værdiansættelsen afsluttes med en konklusion på problemformuleringen.(kap. 8).

## **3.2. Dataindsamling og kildekritik**

Empirisk er udarbejdelsen af afhandlingen udelukkende baseret på sekundære data og der er således kun anvendt offentligt tilgængelige informationer<sup>7</sup>. Anvendte årsrapporter, samt anden information som pressemeddelelser, kvartalsregnskaber mv. er hentet fra virksomhedens hjemmeside. Derudover er der anvendt forskellige artikler, primært fundet på relevante aktieorienterede hjemmesider såsom børsen mv.

---

<sup>7</sup> Andersen (2005:151)

For anvendte kilder henvises der til afhandlingens litteraturliste. Kildehenvisningerne er angivet i fodnoter på relevante sider. De anvendte kilder er vurderet for deres validitet. Opgaven tager udgangspunkt i offentligt tilgængeligt materiale. Hovedparten af materialet kommer fra Pandora selv og kan derfor være påvirket i en positiv retning. En stor del af opgaven er baseret på årsrapporterne. Årsrapporterne er revideret uden forbehold og supplerende oplysninger og har derfor et retvisende billede af virksomheden. Dette gælder årsregnskabet, mens det alene fra revisors side sikres, at beretningerne er i overensstemmelse med årsregnskabet<sup>8</sup>.

### 3.3. Målgruppe

Projektets interessenter omfatter investorer i almindelighed, samt til dels den daglige ledelse og bestyrelse i Pandora. Investorer kan anvende afhandlingen til at vurdere om de ser virksomheden, som en interessant investering. Formålet med afhandlingen er, at vurdere hvorvidt Pandora er korrekt værdiansat på ovennævnte dato.

Det forudsættes, at interessenterne har et vis økonomisk og virksomhedsmæssigt kendskab til emnet. Visse begreber og terminologier vil derfor ikke blive uddybet i opgaven, idet det forudsættes, at læser kender til stoffet.

## 4. Pandora A/S

### 4.1. Historie

Pandora startede i 1982, hvor en dansk guldsmed og hans kone startede en juvelerbutik i København. Sortimentet i juvelerbutikken bestod af importerede smykker fra Thailand, som ejerne fandt på deres rejser og efterfølgende importerede til Danmark. Varerne var meget efterspurgt og salget overgik efterhånden til at ske som engroshandel. Efter en årrække med succes inden for engroshandel, blev aktiviteterne inden for detailhandel indstillet i 1987<sup>9</sup>.

Herefter flyttede man til nyt domicil og de første interne designere blev indlemmet i virksomheden. Pandora begyndte, at udvikle deres egne smykker og i 1989 begyndte fremstillingen af smykker, at blive foretaget i Thailand<sup>10</sup>. Pandora lancerede i år 2000 deres charm-armbåndskoncept. Dette var konceptet der satte gang i voksende efterspørgsel. Pandora begyndte herefter deres ekspansion fra Skandinavien til USA i

---

<sup>8</sup> PwC Regnskabshåndbogen (2014:345)

<sup>9</sup> Materiale hjemmeside (2)

<sup>10</sup> Materiale hjemmeside (2)

2003 og Tyskland og Australien i 2004. Herefter blev markederne gradvist udvidet og selskabet gik fra en skandinavisk aktør til en international aktør. Produktionen blev fastholdt i Thailand, men der blev foretaget kraftig udvidelse af produktionen i takt med den stigende efterspørgsel<sup>11</sup>.

I 2008 købte kapitalfonden Axcel omkring 60 % af aktiekapitalen fra stifterfamilien for 2 mia. De resterende 40 % fastholdte familien ejerskabet af<sup>12</sup>. Axcel havde som mål, at styrke og udbygge virksomhedens position internationalt, samt sikre et generationsskifte af Pandora<sup>13</sup>. I 2010 blev Pandora noteret på Nasdaq OMX<sup>14</sup>, hvor såvel Axcel, som stifterfamilien nedbragte deres ejerandele i selskabet<sup>15</sup>. Med denne børsnotering sikrede ejerne sig en solid gevinst af investeringen.

Selskabet har siden børsnotering på Nasdaq omx for knap 4 år siden haft en turbulent periode. Ved børsintroduktionen i oktober 2010 var kursen 210 og steg på første handelsdag til 263<sup>16</sup>. I slutningen af 2011, bare et år efter introduktionen var kursen faldet til 35<sup>17</sup>, mens den i slutningen af april 2014 er over kurs 350<sup>18</sup>. Således er aktien fra slutningen af 2011 til april 2014 steget med omkring 900 %.

Selskabet er i dag at finde på seks forskellige kontinenter med globalt mere end 10.300 salgssteder. Deres mission består i at levere moderne, ægte, håndlavede smykker i høj kvalitet til en overkommelig pris<sup>19</sup>.

#### 4.2. Aktionærsammensætning

Axcel Management ejerskab af Pandora startede i 2008, hvor kapitalfonden Axcel opkøbte 60 % af Pandora fra Enevoldsen familien, som stiftede selskabet<sup>20</sup>. Dette blev siden mindsket via børsintroduktionen i 2010<sup>21</sup>.

I løbet af 2013 er der foretaget frasalg. Ved offentliggørelse af årsrapporten for 2013 var eneste tilbageværende storaktionær Axcel Management, som via bestemmende indflydelse i tre selskaber var i besiddelse af 22.892.471 aktier, svarende til 17,6 % af den samlede aktiekapital<sup>22</sup>.

---

<sup>11</sup> Materiale hjemmeside (2)

<sup>12</sup> Børsen (2)

<sup>13</sup> Axcel (2)

<sup>14</sup> Årsrapport (2013:28)

<sup>15</sup> Berlingske Business (1)

<sup>16</sup> Axcel (1)

<sup>17</sup> TV2 Finans (1)

<sup>18</sup> Euroinvestor.dk (3)

<sup>19</sup> Materiale hjemmeside (2)

<sup>20</sup> Euroinvestor.dk (1)

<sup>21</sup> Axcel (1)

Ejerandelen er efter offentliggørelsen af årsrapporten mindsket gennem salg i markedet. Således udgør ejerskabet herefter 12.978.341, svarende til omkring 10 % af aktiekapitalen<sup>23</sup>. Enevoldsen familien er efter de seneste frasalg af aktier ikke længere storaktionær i selskabet. Resterende aktier handles frit på markedet og der er ikke offentliggjort nye storaktionærer.

### 4.3. Strategi<sup>24</sup>

Pandora har de seneste år været påvirket af en fejl i strategien. Pandora forsøgte, at gå fra markedet for "Affordable Luxury" til "Luxury". Væksten i omsætningen fra 2010 til 2011 udeblev, da Pandora bevægede sig væk fra deres kernekunder<sup>25</sup>. Selskabets forhenværende bestyrelsesformand og nye direktør, Allan Leighton beklagede i 2011, at selskabets strategi var slået fejl. Man havde bevæget sig væk fra kernekunderne gennem for store prisstigninger. Husmødrene skulle ifølge Allan Leighton igen have råd til Pandoras smykker<sup>26</sup>. Endvidere havde man forsøgt en forfejlet introduktion af produkter på markedet for meget dyre smykker. Den forfejlede strategi har medvirket til, at man gik tilbage til de succesfulde produkter til lavere priser, heriblandt charm armbånd med vedhæng<sup>27</sup>. År 2012 blev et "oprydnings år", hvor væksten ligeledes udeblev. Varer, som der ikke var efterspørgsel efter, blev taget retur og man begyndte, at fokusere på forbedring af salgsnetværket og kollektioner. Dette forhold skal derfor tages med i overvejelserne omkring den fremtidige vækst for Pandora, som sandsynligvis vil være mere moderat.

Pandoras topchef gjorde ved offentliggørelsen af årsrapporten for 2013 opmærksom på, at Pandora ville fortsætte strategien om salg til alle verdens kvinder. Der skulle sælges mere til et stort marked med lave priser, frem for et lille marked med høje priser, som ifølge Allan Leighton kendetegner luksusmarkedet<sup>28</sup>.

Pandoras overordnede vision er at blive verdens mest anerkendte smykkebrand. Smykkerne skal være håndbearbejdede, ægte og af høj kvalitet til tilgængelige priser. For at realisere dette har Pandora opstillet følgende kort og mellemlangsigtede strategiinitiativer.

---

<sup>22</sup> Årsrapport (2013:29)

<sup>23</sup> Materiale hjemmeside (3)

<sup>24</sup> Materiale hjemmeside (1)

<sup>25</sup> Børsen Online (1)

<sup>26</sup> Børsen Online (1)

<sup>27</sup> TV2 Finans (2)

<sup>28</sup> Retailnews (1)

#### **4.3.1 Fokus på Pandoras brandede salgskanaler:**

Pandora vil øge antallet af Pandora brandede forhandlere. Dette vil være medvirkende til at styrke opfattelsen af Pandoras brand i detailhandlen. Endvidere skaber det bedre mulighed for et bredere sortiment. Selskabets salgskanaler opdeles i årsrapporten i brandede og ikke brandede salgskanaler. I disse to kategorier, er der underopdelinger i konceptbutikker, shops-in-shops og guld for brandede salgskanaler, samt sølv og hvid for ikke brandede salgskanaler. Pandora er i perioden 2010 til 2013 gået fra 27,3 % brandede butikker, til 46,7 % brandede butikker. I antal svarer dette til, at man har fået knap 2.000 nye brandede butikker siden 2010<sup>29</sup>. Endvidere er der fokus på udbredelse af online salget. Dette blev startet op i 2013 i enkelte lande. Pandoras smykker sælges til tilgængelige priser og problemer med størrelser er begrænsede<sup>30</sup>. Derfor er produkterne velegnede til dette.

#### **4.3.2 Udnyttelse af produktudbud:**

Selskabets primære fokusområder er kategorien charms og armbånd, samt ringe. Pandora introducerede i 2013 en ny kollektion af Charms. Ringe udgør bare 6,1 % af Pandoras samlede omsætning, men er verdens største smykkekategori. Fokus er derfor på, at trænge ind på dette marked. Øvrige smykke kategorier betragter Pandora, som fokusområder på længere sigt. Selskabet lancerede i 2012 en ny lanceringsstrategi, således at der er 7 årlige lanceringer af produkter, mod tidligere 2 årlige lanceringer, hvilket skal forbedre produktudbudet.

#### **4.3.3 Skræddersy tilgangen til nye markeder**

Pandora vil i den kommende årrække fortsætte med at udvide tilstedeværelsen globalt, samt viderebygge placeringen på nuværende markeder. Pandora er på nuværende tidspunkt tilstede i mere end 80 lande. Fokus er på udvidelsen af det brandede salg. Herudover er fokus på nyere markeder for Pandora, som omfatter Italien, Frankrig, Rusland, Kina og Japan.

#### **4.3.4 Etablering af globalt brand**

Pandora forsøger at skabe et ensartet brand globalt. Dette forsøges blandt andet gennem investering i markedsføring. Pandora har endvidere lanceret online salg i enkelte lande i 2013 og forventer en udvidelse af dette marked<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> Årsrapport (2013:37) (2011:12)

<sup>30</sup> Årsrapport (2013:9)

<sup>31</sup> Årsrapport (2013:9)

#### 4.4. Pandoras markedsområder

Pandora er et globalt selskab med aktivitet på seks forskellige kontinenter<sup>32</sup>. Markederne opdeles af Pandora i tre geografiske områder, Nord- og Sydamerika, Europa, samt Asien og Stillehavsområdet<sup>33</sup>. Selskabet servicerer samtlige af deres markeder via produktionen fra Thailand<sup>34</sup>. Varerne leveres til Pandoras distributionscentre, på baggrund af prognoser fra lokale markedsanalyser. Fra Pandoras distributionscentre leveres der dagligt varer ud fra forhandlernes foretagne bestillinger<sup>35</sup>.

Alle markederne har oplevet kraftig vækst i 2013. Den samlede vækst i omsætningen for Pandora udgjorde 35,4 % i 2013. Væksten i Pandoras omsætning for 2013, skal ses i lyset af en strategisk fejl, som blev omtalt under strategien, hvor vækst udeblev i 2011 og 2012.

##### 4.4.1 Nord- og Sydamerika<sup>36</sup>

Nord- og Sydamerika står for 46,2 % af Pandoras samlede omsætning. Pandoras hovedmarked i Nord- og Sydamerika består af USA, som er beskrevet nedenfor. Pandora har i det seneste år oplevet en vækst i omsætningen i Nord- og Sydamerika på 25,5 %, hvilket dog er mindre end den samlede vækst for Pandora i 2013 på 35,4 %.

Pandoras største marked i Nord- og Sydamerika, såvel som globalt er USA. Af den samlede omsætning stammer 35,5 % af omsætningen fra USA. I 2013 steg omsætningen på dette marked med 24,1 %. Væksten i omsætningen er drevet gennem en stigende efterspørgsel efter nyere produkter og et forbedret butiksværk. Omsætningsvæksten er dog 9,4 % -point under Pandoras samlede vækst, hvilket indikerer et marked, hvor Pandora er solidt repræsenteret. Efter relanceringen af Pandora som "Affordable Luxury"<sup>37</sup> i 2011, må man på kort sigt forvente, at vende tilbage til en stigning i takt med markedsvæksten, såfremt der ikke investeres yderligere<sup>38</sup>. På det øvrige Nord- og Sydamerikanske marked er væksten ligeledes under Pandoras totale vækst. Det tegner derfor heller ikke som om, at dette skal være det globale vækstmarked for Pandora på mellemlang sigt.

---

<sup>32</sup> Materiale hjemmeside (2)

<sup>33</sup> Årsrapport (2013:32)

<sup>34</sup> Årsrapport (2013:13)

<sup>35</sup> Årsrapport (2013:11)

<sup>36</sup> Årsrapport (2013:32)

<sup>37</sup> Årsrapport (2013:13)

<sup>38</sup> Årsrapport (2013:33)

#### **4.4.2 Europa<sup>39</sup>**

Europa står for 41,7 % af Pandoras samlede omsætning. Pandoras hovedmarkeder i Europa består af Storbritannien og Tyskland, som er beskrevet nedenfor. Pandora har i det seneste år oplevet en vækst i omsætningen i Europa på 47,9 %, hvilket er højere end den samlede vækst for Pandora på 35,4 %. Det europæiske marked tegner sig derfor, som værende et vækstmarked, idet stigningen er over den samlede globale vækst.

Storbritannien er Pandoras største marked i Europa. Af Pandoras globale omsætning kommer 12,9 % fra Storbritannien. Omsætningen til dette marked steg 33,3 % i 2013, hvilket er på niveau med den globale vækst. Storbritannien er i lighed med USA kendetegnet ved et marked, hvor Pandora er solidt placeret. Det må derfor forventes, at man på kort eller mellemlang sigt vil vende tilbage til en vækst i takt med markedsvæksten, såfremt der ikke investeres yderligere. Tyskland, som er det næststørste marked i Europa, oplevede i 2013, på trods af tidligere beskrevne nye initiativer "kun" en vækst i omsætningen på 16 %, hvorved samme tegn, som for Storbritannien og USA er gældende for det tyske marked.

Anderledes ser det dog ud, for den resterende del af Europa. Omsætningen herfra udgør 22,8 %<sup>40</sup> og væksten på dette marked udgjorde i 2013 70,9 %. Der er derfor sandsynlighed for, at en fremtidig vækst over markedsvæksten skal komme fra dette marked. Det er markederne Italien, Frankrig og Rusland, hvor Pandora oplever solid vækst over den globale vækstrate. Dette er tegn på markeder, hvor Pandora ikke er solidt repræsenteret og deres nuværende investeringer er medvirkende til en mellemlang vækst over markedsvæksten.

#### **4.4.3 Asien og Stillehavsområdet<sup>41</sup>**

Asien og Stillehavsområdet tegner sig for de resterende 12,1 % af omsætningen for Pandora. Væksten i omsætningen på dette marked udgjorde 37,1 %, hvilket er minimalt højere end den globale vækst for Pandora i 2013. Det største marked i dette område er Australien, som står for 62 % af omsætningen på dette marked. Set i relation til væksten i Asien og Stillehavsområdet totalt på 37,1 %, har Pandora i Australien oplevet en markant mindre vækst på 10,2 %. Således skal der ses på den resterende del af dette marked for at identificere væksten.

---

<sup>39</sup> Årsrapport (2013:34)

<sup>40</sup> 2058/9010\*100

<sup>41</sup> Årsrapport (2013:34-35)

Den øvrige del af Asien og Stillehavsområdet tegner sig for en vækst på 129,4 %. Væksten i dette område er hovedsageligt kommet fra Hongkong, Malaysia, Singapore, Sydkorea og Taiwan. Disse områder tegner derfor til at være områder, hvor Pandora ikke er så solidt repræsenteret og hvor de på mellemlang sigt kan opnå vækst.

Endvidere befinder markederne Japan og Kina sig i denne kategori. Dette er markeder, hvor Pandora på lang sigt forventer vækst. Kina er verdens største smykkemarked og Pandora er begrænset tilstede på markedet. I Japan er der ifølge Pandora stort potentiale og de er i gang med at styrke positionen på dette marked<sup>42</sup>.

#### 4.5. Pandoras produktmix<sup>43</sup>

Charm-armbåndskoncept blev lanceret i år 2000 og var produktet der satte gang i den globale vækst<sup>44</sup>. I dag er dette Pandoras bedst sælgende produkt og meget afgørende for selskabets resultater.

Produktmix i procent	2013	2012	2011	2010	2009
Charms	69,8 %	74,5 %	69,7 %	69,5 %	73,3 %
Charm-armbånd i sterling sølv og guld	12,8 %	12,7 %	11,8 %	11,8 %	15,1 %
Ringe	6,1 %	6,4 %	6,0 %	6,3 %	3,2 %
Øvrige smykker	11,2 %	6,3 %	12,5 %	12,5 %	8,4 %

Tabel 2<sup>45</sup> – egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at 82,6 % af den samlede omsætning i 2013 stammer fra Charms og Charm-armbånd. I årene 2009 til 2013 har omsætningen fra produkterne Charms og Charm-armbånd kategorierne udgjort mellem 81,3 %, som det laveste i 2010 og 88,4 %, som det højeste i 2009. Dette viser at Pandora er meget afhængige af dette produkt. En eventuel dalende interesse for dette produkt vil være meget kritisk for selskabets fremtid. Selskabet har i 2013 introduceret et nyt koncept inden for Charms kaldt "Pandora Essence Collection". Dette er det første nye koncept af Charms, siden Charms "Moments" kollektionen fra år 2000<sup>46</sup>.

Ringe har siden år 2010 stabilt udgjort omkring 6 % af omsætningen. Dette betyder at omsætningen fra denne kategori har været stigende, men i samme takt, som den generelle omsætning. Øvrige smykker er

<sup>42</sup> Årsrapport (2013:10)

<sup>43</sup> Årsrapport (2013:38)

<sup>44</sup> Materiale hjemmeside (2)

<sup>45</sup> Årsrapporter (2013:38) (2011:13) (2010:12)

<sup>46</sup> Årsrapport (2013:9)



steget markant i 2013, men skyldes mere, som det fremgår af tabellen, en markant nedgang fra 2011 til 2012. Kategorien er i 2013 fortsat under niveauet fra 2011 i andel af den samlede omsætning. Som det fremgår ovenfor er der ingen af de øvrige kategorier, som har kunnet mindske afhængigheden af Charms kategorien i de seneste år og dette forhold udgør derfor en markant risikofaktor for Pandoras fremtid.

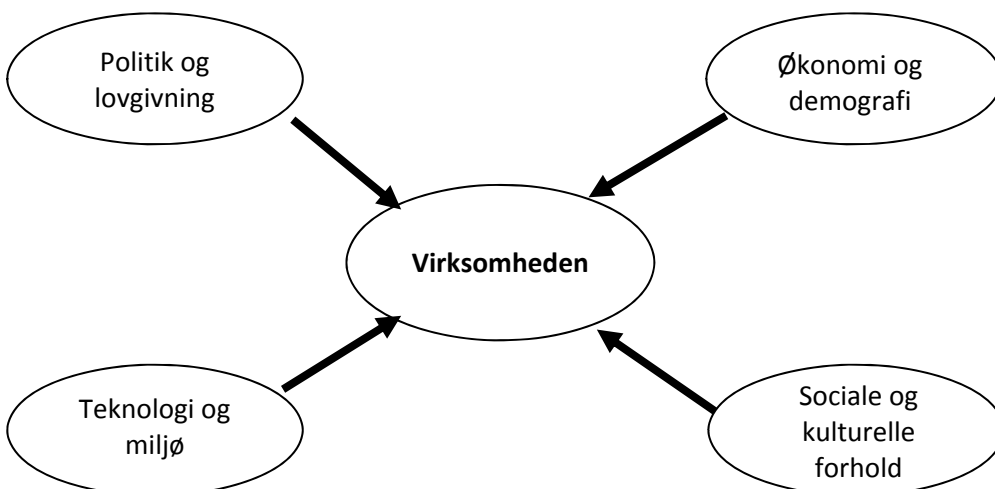
## 5. Analyse af ikke finansielle værdidrivere

Ved værdiansættelse af Pandora skal såvel ikke-finansielle som finansielle værdidrivere analyseres, for at skabe bedst muligt overblik over virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler. Herved skabes det bedste udgangspunkt for den senere udarbejdelse af proforma-regnskaber.

Ikke-finansielle værdidrivere omhandler faktorer, som enten har eller i fremtiden kan komme til at påvirke Pandoras forrentning. Det kan både være interne forhold, som virksomheden selv kan påvirke, men også eksterne forhold, som Pandora ikke har styring over, hvilket kan påvirke selskabets fremtidige drift og dermed indtjening. De ikke-finansielle værdidrivere skal være med til at identificere muligheder eller risici for ændringer i forhold, som kan have indvirkning på historiske data. Herefter vil man kunne tage højde for forholdene i budgetteringen af proforma-regnskaber, som er baggrunden for værdiansættelsen.

Ikke-finansielle værdidrivere inddeles i grupperne interne og eksterne faktorer. For at analysere faktorerne anvendes en række forskellige modeller. Til brug for analysering af de eksterne forhold, der kan have indflydelse på Pandoras fremtidige drift anvendes PEST-modellen<sup>47</sup>.

### 5.1. PEST-modellen



Figur 3<sup>48</sup> – egen tilvirkning

<sup>47</sup> Sørensen (2011:83-86)

PEST-modellen er illustreret ovenfor og analyserer hvilke eksterne faktorer, som har indflydelse på Pandora. PEST-modellen er inddelt i fire kategorier af faktorer, som kan påvirke virksomheden. Der er tale om kategorierne politik og lovgivning, økonomi og demografi, teknologi og miljø, samt sociale og kulturelle forhold. Fokus i analysen vil være på det globale marked og dermed ikke et særskilt land eller geografisk område, idet Pandora er påvirket af de globale markedstendenser. Dette skal ses i lyset af produktion i Asien, mens største salg sker på de europæiske og amerikanske markeder. Endvidere skal fokus ligeledes rettes mod Asien på salgssiden, idet fremtidig vækst bl.a. forventes at skulle skabes fra dette område, især Kina og Japan. Nogle punkter vil dog omfatte særlige nævnte globale områder, idet nogle eksterne faktorer vil have speciel væsentlig indflydelse på særlige markeder.

### **5.1.1 Politik og lovgivning**

Det politiske system globalt, såvel som lokalt, vil kunne have indflydelse på Pandoras fremtidige indtjeningsmuligheder. For Pandora er særligt den politiske situation i Thailand afgørende, idet hele selskabets produktion er placeret i landet. Politisk stabilitet globalt er ligeledes afgørende, idet handelsstop eller barrierer blandt lande vil mindske selskabets vækst, eller endda kunne tvinge selskabet til en neddrøling af aktiviteten. Lovgivningsmæssige forhold kan ligeledes være afgørende for Pandoras indtjening. Her kan nævnes patenter og skattemæssige forhold.

#### *5.1.1.1 Rente- og kreditpolitik*

Selskabet er ikke i væsentlig grad, direkte påvirket af ændringer i rente- og kreditpolitikken. Baggrunden for dette er, at selskabet ikke befinder sig i en industri med behov for store investeringer for at trænge ind på markedet. Dette er selvfølgelig afhængigt af hastigheden for global indtrængning. Selskabet er med andre ord ikke en kapitaltung virksomhed. Selskabet har endvidere haft stor overskydende likviditet gennem de senere år, hvilket har betydet at selskabet er stærkt finansielt stillet. På baggrund af dette foretager selskabet større aktietilbagekøbsprogrammer og betaler udbytte, for at opnå en tilpas kapitalsammensætning. Herudover foretages hovedparten af salget inden for en priskategori, hvor belåning til produktet for slutkøberen ikke er nødvendigt. Selskabet producerer produkter befinder sig i kategorien "Affordable luxury", hvor hovedparten af produkterne købes for kontante midler. Pandora kan dog indirekte påvirkes af smykkeforhandlerne afhængighed af rente- og kreditpolitikken, idet langt størstedelen af produkterne fra Pandora sælges af eksterne smykkeforhandlere. Disse skal sikre sig finansiering fra købet foretages, til salget realiseres. Dette kan være medvirkende til nedbringelse af varelagre i krisetider, som vil have periodeforskudt indflydelse på Pandoras omsætning.

---

<sup>48</sup> Sørensen (2011:83)

#### *5.1.1.2 Produktion i Thailand<sup>49</sup>*

Selskabet har samlet hele produktionen i Thailand. Pandora er derfor afhængig af stabil levering fra et marked til salget globalt. De senere års udvidelser af produktionen er alle blevet placeret i Thailand og forsyningsrisikoen er derfor ikke mindsket i takt med den større produktion. Selskabet har ved tidligere politisk uro i Thailand oplevet få dages afbrydelse af forsyninger fra produktionen. I takt med Pandoras vækst udgør dette forhold en større risiko. Kortere perioder med stop for levering, kan medføre store konsekvenser for et selskab med forventning om en omsætning på over 10 mia. i 2014. Når der ligeledes er tale om et land, hvor uroligheder ikke er ukendte og hvor der har fundet uroligheder sted så sent som foråret 2014, løbes der en forhøjet risiko, ved udelukkende, at have produktion dette ene sted. Det er endvidere ikke ukendt, at der sker militærkup, hvilket ligeledes kan medføre forhøjet risiko for manglende forsyning.

Ved at Pandora alene har produktion i Thailand, er selskabet ligeledes afhængig af, at landet ikke oplever problemer med import og eksport, idet dette kan hindre levering af produkter og dermed mindske salgspotentialet. Ligeledes er der tale om et område i verden, der til tider rammes af kraftig monsunregn, hvilket skaber store oversvømmelser. Med hensyn til dette forhold, mener selskabet dog at være godt beskyttet via godt dræn og beredskabsplan.

Alt i alt løber selskabet derfor en forhøjet risiko ved at have samlet hele produktionen i Thailand. En risiko som selskabet skal holde for øje, idet denne kan volde selskabet gevaldige problemer. Modsat skabes der store muligheder for sikre sig de mest konkurrencemæssige priser og dermed forhøjede avancer, som følge af stordriftsfordele. Herudover er Thailand et land med lave lønomkostninger, hvilket ligeledes stiller Pandora stærk i konkurrencen med konkurrenterne.

#### *5.1.1.3 Politisk stabilitet globalt*

Pandora er ikke kun afhængig af den politiske situation i Thailand, hvorfra forsyningen stammer. Selskabet er ligeledes afhængig af den politiske situation globalt, herunder minimum grad af handelsbarrierer og handelsstop globalt. Eksempelvis ser Pandora Rusland som et vækstmarked, der i de kommende år skal være medvirkende til at udvide Pandoras forretning. I foråret 2014 er uroen blusset op omkring Rusland. Med Ruslands overtagelse af Ukrainske Krim, har en stor del af den resterende verden fordømt denne handling. Der bliver varslet økonomiske konsekvenser, både fra den vestlige verden mod Rusland, men ligeledes fra Rusland mod landene der fordømmer handlingen, heriblandt Europa og USA. En konsekvens af

---

<sup>49</sup> Årsrapport (2013:13)

disse uroligheder kan være mindsket indtjening på dette marked eller helt stop for handel, hvilket kan svække Pandoras fremtidsudsigter. Ligeledes kan dette ske på andre markeder.

#### *5.1.1.4 Patenter og varemærker<sup>50</sup>*

Pandora er afhængig af udvikling, herunder design af nye produkter, samt minimal kopiering af selskabets produkter. Ligeledes er selskabets varemærke af væsentlig betydning, idet selskabet fokuserer på en ensartet markedsføring globalt og et velkendt varemærke er derfor afgørende. Derfor er patentering af selskabets produkter og varemærker af væsentlig indflydelse for selskabets indtjening. Selskabet har bl.a. patent på deres velkendte Pandora med kronet O. Herudover har selskabet ligeledes patent over Charm-armsbåndets funktionalitet. Selskabets patent på dette produkt omfatter alene funktionaliteten, hvorfor der ikke er sikret mod kopiering. En kopiering af selskabets bestseller charm-armsbåndet og leddene, kunne stille virksomheden i en vanskelig situation og derfor er et velfungerende patenteringssystem globalt af afgørende betydning for selskabets indtjening.

#### *5.1.1.5 Skattemæssige forhold*

Pandoras hovedsæde er placeret i Danmark og Pandora er derfor skattepligtig til Danmark. Pandora har dog stiftet og opkøbt en række selskaber i udlandet, hvorfor selskabet er omfattet af skatteregler over hele verden. En ændring af skatteforholdene i et land, vil derfor ikke have den store betydning for Pandora. Endvidere er der globalt i disse år stor fokus på virksomhedsskat, idet denne kan have indflydelse på tiltrækning af virksomheder og deraf medfølgende arbejdspladser. Det er derfor de færreste lande der vil have interesse i at foretage forhøjelse af virksomhedsskatterne. I Danmark, sænkes virksomhedsskatten i årene 2014 til 2016, hvorefter denne vil være faldet til 22 %<sup>51</sup>.

Transfer pricing reglerne, som gælder globalt, sikrer endvidere en mindsket skattetænkning, herunder hvor overskud mest fordelagtigt bør placeres. Dette skyldes, at handel mellem koncernforbundne selskaber, skal prisfastsættes på armslængdevilkår, hvilket er svarende til handel med tredjemand<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> Årsrapport (2013:16-17)

<sup>51</sup> BDO (1)

<sup>52</sup> SKAT (1)

### **5.1.2 Økonomi og demografi**

#### **5.1.2.1 Konjunkturskift**

Pandora er påvirket af konjunkturskift i lighed med hovedparten af virksomheder, såvel i Danmark som globalt. Pandoras globale tilstedeværelse mindsker dog risikoen ved nedgang i få lande. Pandoras seneste års vækst er sket i en global lavkonjunktur opstået efter finanskrisen. En fremgang i økonomien, vil dog alt andet lige skabe mere råderum i husholdningerne og dermed mere efterspørgsel efter produkter inden for Pandoras kategori. Pandora befinder sig i markedet for "Affordable Luxury" smykker til kvinder. Med dette menes der, som tidligere omtalt, at den almindelige husmor, skal have råd til Pandoras produkter. Pandora befinder sig derfor ikke i kategori med Tiffany og Cartier, som inden for smykkebranchen er kendt som noget dyrere mærker, som i endnu større grad er påvirket af konjunkturskift<sup>53</sup>. Som konkurrenter til Pandoras produkter befinder der sig ud over andre smykkeproducenter også fritids- og underholdningsprodukter. Ifølge Pandora er dette produkter, der konkurrerer med smykker om kunders forbrug af luksusprægede varer<sup>54</sup>. Modsat en forbedring af økonomien, vil ligeledes en forværring af økonomien have indflydelse på Pandoras afsætning. Dette vil medvirke til mindre råderum i økonomien, hvilket kan få kunder til at mindske forbruget, idet Pandora befinder sig inden for kategorien luksusprægede varer.

#### **5.1.2.2 Økonomisk vækst**

Udviklingen i BNP viser værditilvæksten i de enkelte lande. Typisk måles BNP pr. indbygger, for at vurdere landets økonomiske stilling i forhold til resten af verden. En stigning i BNP for et land vil resultere i en større købekraft for forbrugere og dermed mulighed for større afsætning af Pandoras produkter. De vesteuropæiske lande er generelt nede på en lav procentmæssig stigning i BNP og den generelle vækst uden vinding af markedsandele er dermed minimal i vesteuropæiske lande.

Pandora søger udover vestlige markeder, også markeder uden for vesten for at have markeder, hvor væksten kan opnås uden erobring af markedsandele. Her er der bl.a. tale om asiatiske lande, som er områder med højere vækst i BNP.

Pandora har det seneste år oplevet vækst der er højere end BNP udviklingen. Dette skal ses i sammenhæng med Pandoras fejlede strategi i 2011, som blev omtalt i afsnittet strategi, men også at Pandora på mange markeder ikke er så veletableret. Der er fortsat væsentlige markeder, hvor Pandora ikke er veletableret,

---

<sup>53</sup> Euroinvestor.dk (2)

<sup>54</sup> Årsrapport (2013:14)

hvorved der fortsat de kommende år potentielt kan opnå solid vækst. I takt med, at etableringen på sigt er på plads, må der dog forventes en vækst i niveauet omkring markedsvæksten.

#### 5.1.2.3 Valutakursrisici

Valutakursudviklingen har indflydelse på virksomheder der handler i flere lande, herunder Pandora på den måde, at en ændring i en valuta over for en anden valuta, vil resultere i enten tab eller gevinst. Pandora er hjemmehørende i Danmark. Derfor afholdes en del omkostninger i danske kroner. Selskabets produktion er placeret i Thailand og derfor afholder selskabet ligeledes mange omkostninger i Thailandske Baht. Her kan fx nævnes løn til medarbejderne. Selskabets råvarer købes herudover i USD. Varerne som produceres i Thailand, eksporteres globalt for at blive solgt. Såfremt salgsv valutaen, som hovedsageligt er USD, EUR, GBP, AUD og CAD falder i forhold til valutaen, hvori der afholdes omkostninger, THB og USD, betyder det, at et salg af den samme mængde og uændret produktmix, vil resultere i mindre provenu efter omveksling<sup>55</sup>. En stigning i udenlandske valutaer over for den danske vil ligeledes medføre faldende fremtidige pengestrømme idet, dette er selskabets præsentationsvaluta.

Valutakursudviklingen kan derfor have stor indflydelse på virksomhedens driftsresultat, og det er derfor vigtigt at overveje, hvilke sikkerhedsforanstaltninger, der bør foretages ved handel i udenlandske valuta. Der er flere muligheder for at afdække denne risiko for tab. Der er mulighed for at afholde omkostninger og indtægter i samme valuta. Fx kunne en større del af risikoen fjernes ved, at varerne blev produceret i samme land som det sælges. Det ville medføre, at en større del af risikoen fjernes, således at det kun er avancen, som der er risiko på. Dette tiltag hæmmer dog muligheden for stordriftsfordele for Pandora, men ville ligeledes mindske afhængigheden af Thailand, som eneste producerende land. En anden løsning på valutakursrisikoen er afdækning gennem valutakursterminer eller optioner.

For at imødekomme denne risiko sikrer Pandora risikoen via valutaterminskontrakter. Det er Pandoras mål, at der på baggrund af rullende 12-måneders likviditetsbudgetter, afdækkes 100 % af risikoen i de første 1-3 måneder, 80 % mellem 4-6 måneder, 60 % mellem 7-9 måneder og 40 % mellem 10-12 måneder. Der sikres ikke mod valutaændringer i balanceposter og ejerandele<sup>56</sup>.

Selskabet er dog ikke sikret mod langsigtet udvikling i valutakursen, hvor en stærkt stigende thailandsk THB, vil øge omkostningerne og dermed svække indtjeningen og konkurrenceevnen. Ligeledes vil ændringen

---

<sup>55</sup> Årsrapport (2013:73-74)

<sup>56</sup> Årsrapport (2013:73)

mellem Euro og USD være væsentlig. Dog er denne mindsket ved at såvel køb af råvarer, som stort salg til kunder i USA, mindsker afhængigheden af USD.

#### *5.1.2.4 Råvarepriser*

Råvarepriserne er af stor betydning for Pandoras indtjening. Således oplevede Pandora i 2011, da man hævede priserne en manglende interesse for selskabets produkter, hvilket senere blev erkendt, som en fejlstrategi. Fejlstrategien blev omtalt i afsnittet strategi. Derfor er det meget begrænset hvor meget ændringer i råvarepriser kan overføres til salgsprisen. Dette vil alternativt belaste indtjeningen i form af lavere avance på det enkelte produkt.

Selskabets væsentligste råvarer er guld og sølv. Pandora afdækker store dele af den kortsigtede risiko for ændringer i råvarepriser via vareterminkontrakter. Selskabet gør brug af 12 måneders produktionsplan, som benyttes til at afdække 100 % af risikoen i de første 1-3 måneder, 80 % mellem 4-6 måneder, 60 % mellem 7-9 måneder og 40 % mellem 10-12 måneder<sup>57</sup>.

Selskabet har i 2013 oplevet, at deres afdækning af udsving i råvarepriser har resulteret i en lavere bruttoavance på 3,4 % -point i forhold til, hvis der ikke var sket afdækning. Selskabets bruttoavance er dog på niveau med 2012<sup>58</sup>. I lighed med valutakursafdækning er Pandora dog ikke sikret mod den langsigtede udvikling i råvarepriserne. Derfor er Pandora afhængig af, at kunne overføre dette til produkterne, såfremt det ikke skal påvirke indtjeningen.

#### **5.1.3 Teknologi og miljø**

Pandora er i lighed med alle andre virksomheder påvirket af den teknologiske udvikling og er derfor nødsaget til at følge denne for at fastholde markedspositionen. I takt med den teknologiske udvikling foretages en større del af indkøb over nettet. En fremtidig fastholdelse af positionen på markedet kræver derfor Pandoras tilstedeværelse på nettet. Pandoras øgede fokus på Online salg vil blive gennemgået dybere i analysen, med udgangspunkt i Boston-modellen af de interne faktorer. I analysen af de eksterne faktorerers påvirkning, er det dog væsentligt at nævne, at kundernes øgede forbrug via nettet, medvirker til eksternt krav om tilstedeværelse for ikke at miste markedsandele. Ligeledes medvirker den øgede handel via nettet til større konkurrence, idet flere konkurrenter kan synliggøre sig på nettet på trods af at disse muligvis ikke har ressourcerne uden for den lokale tilstedeværelse normalt.

---

<sup>57</sup> Årsrapport (2013:74-75)

<sup>58</sup> Årsrapport (2013:38)

Udvikling af teknologien i produktionen er ligeledes afgørende, for at Pandora kan fastholde en tilfredsstillende kostpris på produkterne, sammenlignet med konkurrenterne. Pandoras produktion foretages på fabrikker i Thailand. I takt med den bedre levestand i landet vil priserne til produktion stige, som følge af lønomkostninger. Da en stor del af Pandoras produkter sælges på markeder med lav vækst, vil dette kunne medvirke til, at kostprisen forhøjes og indtjeningen derfor falder. Det er derfor afgørende, at Pandora gennem nye teknologier forsøger at nedbringe øvrige omkostninger i produktionen. Også graden af håndbearbejdning skal medtages i overvejelserne, således at stigningen i kostpris kan fastholdes til den globale gennemsnitlige vækst.

Den miljømæssige udvikling kan ligeledes have indflydelse på Pandora. Dette kan forekomme via knappe ressourcer, fokus på miljøpåvirkning, samt naturkatastrofer. Pandora påvirker miljøet via deres produktion af smykker i Thailand. En øget fokus på miljøpåvirkning og øgede afgifter for denne miljøpåvirkning i Thailand vil medvirke til stigende kostpris og dermed faldende indtjening. Det er derfor afgørende, at Pandora løbende forsøger at reducere miljøpåvirkningen i deres produktion. Dette forsøger Pandora løbende. Pandora har bl.a. igangsat et projekt i 2013, som skal sikre Pandora en certificering efter ISO50001, som omhandler energiledelse. Herudover eksperimenterer Pandora med genbrug af materialer, som allerede har været anvendt i produktionsprocessen<sup>59</sup>.

Pandora har placeret hele deres produktion i Thailand. Pandora er derfor udsat for risiko via miljømæssige forhold i disse egne. Thailand er til tider påvirket af hårde naturmæssige konsekvenser. I 2011 var Thailand således det land i verden, som var hårdest påvirket af naturkatastrofer<sup>60</sup>. Valget fra Pandoras side om at placere hele deres produktion i Thailand udgør derfor en risiko for fremtidig forsyningssikkerhed.

#### **5.1.4 Sociale og kulturelle forhold**

Pandora er i væsentlig grad påvirket af de sociale og kulturelle forhold. Sociale og kulturelle forhold omfatter ændringer i forbrugsvaner, livsstil, mode mv. Ud over andre smykkeproducenter, omfatter Pandoras konkurrenter, som nævnt i området økonomi, med underemnet konjunkturskift, også fritids- og underholdningsprodukter. Derfor kan Pandora være påvirket af ændringer inden for sociale og kulturelle forhold, for såvel smykker, samt fritid og underholdning. Pandora kan derfor blive påvirket af en større interesse for fritidslivet globalt. Såfremt der sker en global stigning i interessen for at dyrke sport, vil dette resultere i et højere forbrug af varer inden for dette segment. Dette kan mindske Pandoras marked, idet

---

<sup>59</sup> Årsrapport (2013:18)

<sup>60</sup> U-landsnyt.dk (1)



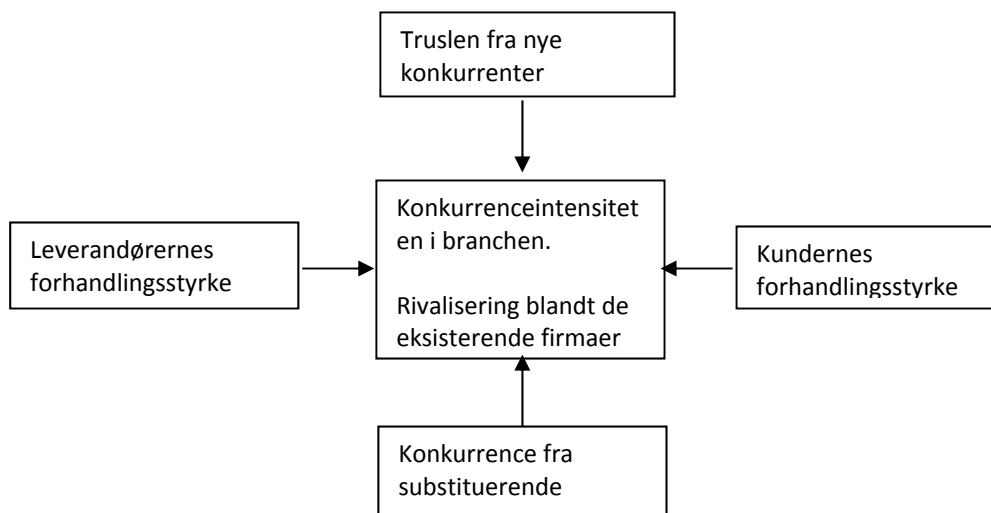
disse produkter er substituerende. Med andre ord, vil en forhøjet interesse for folkesundhed globalt, som borgere tager til sig, kunne medføre et mindre marked for Pandora at agere i.

Modetendenserne inden for smykkebranchen er dog af endnu større betydning for Pandoras fortsatte positive indtjening. Således er modetendenserne afgørende for Pandora. I og med at over 80 % af Pandoras omsætning stammer fra armbåndet Charms og de dertil hørende vedhæng, vil en dalende interesse for armbånd, kunne have væsentlig indflydelse på Pandoras afsætning. Selvom der ikke sker ændringer i størrelsen af det globale smykkesalg, vil en modeændring i de enkelte kategorier, kunne få afgørende betydning, som følge af Pandoras omsætnings sammensætning. Selskabet har, som det ser ud nu, ikke produkter inden for andre kategorier, der vil kunne opveje en dalende interesse for armbåndet.

## 5.2. Porters Five Forces

Ovenstående analyse ved brug af PEST-modellen har dannet et overblik over omverdenens påvirkning på Pandora. Ved dybere analyse af branchen, og hvilke faktorer der påvirker smykkebranchen findes det relevant at anvende Porters Five Forces.

Porters Five Forces anvendes til at analysere branchens indflydelse på evnen til at skabe værdi i en virksomhed. Konkurrenceintensiteten, truslen fra nye konkurrenter, leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke og konkurrencen fra substituerende produkter vil alle blive inddraget i denne analyse.



Figur 4<sup>61</sup> – egen tilvirkning

<sup>61</sup> Sørensen (2011:87)

### **5.2.1 Truslen fra nye konkurrenter**

Smykkebranchen er kendetegnet ved mange små og få store producenter, såvel lokalt som globalt. Antallet af smykkeproducenter hænger sammen med de små indtrængningsbarrierer. At starte en lokal smykkeproducent, kræver meget små investeringer. Mange smykker kan udvikles ved hjælp af nogle få råvarer og arbejdskraft. Der skal derfor ikke store dyre anlæg til, for at starte op inden for denne branche. Små producenter, vil i stor grad kunne satse på unikt design, med opstart inden for hjemmets grænser, og prisen vil derfor ikke være den afgørende faktor for disse produkter. Herudover er den stigende grad af online salg medvirkende til, at den mindre producent kan komme ud på et større marked. Denne er ikke nødvendigvis bundet af omkostninger til drift af butikker eller overbevisning af eksternt ejede butikker omkring salgspotentialet for netop deres produkt.

Produktion med stordriftsfordele og fokus på margin vil være mere udfordrende for nye leverandører. Nye konkurrenter, som vil konkurrere globalt kræver langt større investeringer, men kan opbygges over en længere årrække, som det er tilfældet for Pandora. Stordriftsfordele og fokus på margin på varen kræver produktion i lande med lave lønomkostninger, da mange smykker består i en grad af håndbearbejdning. Derfor skal der opbygges en grad af organisation, som kan drive en global koncern. Ligeledes kræves der investeringer i udvikling, idet der skal skabes en større produktportefølje, hvor der skal udvikles i takt med markedsefterspørgslen. Der kræver ligeledes mange investeringer i markedsføring af brand og produkter på forskellige globale markeder, hvor præferencerne er meget individuelle. Under dette hører ligeledes opbygning af et forhandlernetværk, hvor fokus på netop den nye producents produkter også er afgørende. Dette ses ligeledes ved Pandora, som i nogle områder har en stærk tilstedeværelse, mens de i andre områder stort set ikke er at finde på markedet. Endvidere ses det ved Pandoras forhandlerstrategi, hvor der fokuseres på størst mulig grad af brandede forhandlere, for at optimere muligheden for salg af Pandoras produkter frem for konkurrenternes.

Med hensyn til tilbagetrækning fra branchen eller markedet er de hermed forbundne omkostninger afhængige af størrelsen af virksomheden. En lille smykkeproducent, som har specialiseret sig i særligt udviklede produkter i små lokaler lokalt uden store investeringer i udvikling, markedsføring mv., vil have små omkostninger forbundet med en tilbagetrækning fra markedet. Modsat vil der være markant større omkostninger forbundet med en tilbagetrækning for en producent som Pandora. For det første har Pandora investeret stort i produktion og markedsføring, hvorfor færre markeder eller helt tilbagetrækning har store omkostninger. Selskabet har opbygget sig en virksomhed, der beskæftiger mange medarbejdere. En tilbagetrækning kræver store omkostninger i forbindelse med afskedigelse af disse medarbejdere.

Ligeledes vil en tilbagetrækning fra flere markeder resultere i øgede enhedsomkostninger og dermed sænke indtjeningen. Pandora har endvidere foretaget store investeringer i immaterielle aktiver. Omkring halvdelen af aktiverne vedrører i 2013 immaterielle aktiver. En tilbagetrækning ville resultere i, at alle disse ville være uden værdi, hvorved egenkapitalen ville blive mindsket gevaldigt, hvilket ville betyde markante tab for ejerne. Det er således vigtigt at analysere markedet i dybden, før man træder ind i branchen, idet valget i udbredelse støt vil resultere i stigende omkostninger ved at trække sig ud. Da branchen er afhængig af mode, kan disse forhold være afgørende, da et fald i interessen efter virksomhedens storsælgende produkter kan resultere i overvejelser som denne.

### **5.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke**

Pandora står selv for produktion og i stor udstrækning udvikling af smykkerne. Således omfatter leverandørerne til Pandora hovedsageligt forhandlere af guld og sølv. Derfor er det leverandørerne af guld, sølv og andre råvarers forhandlingsstyrke over for Pandora der er væsentlig. Dette er ligeledes tilfældet for øvrige større smykkeproducenter, da disse ligeledes selv står for produktion og udvikling.

Smykkebranchen er afhængig af prisudviklingen i råvarerne. Pandoras afhængighed af priserne ses eksempelvis via udviklingen i 2011. Øgede priser resulterede i at kunderne droppede produkterne. Derfor vil Pandora ikke i særlig stort omfang kunne pålægge øgede råvarepriser til slutprisen. Dette vil derfor have indvirkning på avancen. Over for konkurrenterne i smykkebranchen vil en stigning i prisen dog medvirke til, at øvrige konkurrenter ligeledes vil se sig nødsaget til dette, hvilket kan medvirke til generelle prisstigninger. Pandoras konkurrence med andre produkter, som f.eks. fritids- og underholdningsprodukter<sup>62</sup> vil dog stille Pandora i en svækket konkurrencesituation, hvilket gør at Pandora over for disse er meget afhængige af udviklingen.

Pandora afdækker deres kortsigtede købspris på råvarer som guld og sølv. Afdækningen af priser sker via finansielle instrumenter. Finansielle instrumenter handles på det globale investeringsmarked. Pandora er derfor afhængig af markedsprisen af råvarer, hvilket betyder, at selskabets forhandlingsevne er begrænset.

### **5.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke**

Kunderne i smykkebranchen kan opdeles i to kategorier. Både forbrugeren og smykkeforhandleren er en kunde til smykkeproducenten. Da der findes mange smykkeproducenter, burde såvel smykkeforhandleren som forbrugeren forhandlingsstyrke være tilstede. Forbrugeren af smykker har i rigt omfang mulighed for

---

<sup>62</sup> Årsrapport (2013:14)

at vælge mellem adskillige producenter. Dette må være medvirkende til at øge forhandlingsevnen. Ligeledes burde det for smykkehandlerens side være muligt bare at vælge andre producenter i markedet. Dette er dog afhængigt af hvilken priskategori af smykker det drejer sig om.

Kunderne til Pandora består af samme to kategorier. Største kunde findes dog i form af smykkeforhandlerne, idet Pandora kun i mindre grad ejer egne butikker. Af Pandoras 2.562 brandede butikker i 2013 udgjorde Pandora ejede butikker 175, svarende til ca. 6,8 %. I 2012 udgjorde Pandora ejede butikker 133, svarende til 5,5 %<sup>63</sup>.

Forbrugerens forhandlingsstyrke over for Pandora er meget begrænset. Pandora sælger produkter indenfor "Affordable Luxury" og en stor grad af deres produkter befinder sig i et prisniveau, hvor forhandling mellem kunde og forhandler om pris er meget begrænset. Dog har forbrugeren alligevel en vis grad af forhandlingsstyrke, hvilket viste sig for Pandora i 2011. Den udeblevne vækst i årene 2011 og 2012 skyldtes en fokus på produkter i et dyrere segment, hvor Pandora fjernede sig fra deres kernekunde. Den udeblevne vækst skyldes dog ligeledes en generel prisstigning i Pandoras sædvanlige udvalg, hvilket fik kunderne til at fravælge produktet. Den enkelte kundes mulighed for at forhandle lavere pris vurderes derfor ikke tilstede, men presset fra et stort omfang af udeblevne kunder kan øge forbrugernes forhandlingsstyrke, som det skete i 2011.

Smykkeforhandlerens forhandlingsstyrke er ligeledes ikke så stor over for Pandora. Pandora er en stor producent og forhandling af Pandoras produkter er ingen selvfølge for en smykkeforhandler. Pandora ligger stor vægt på graden af branding fra forhandleren. Pandora inddeler forhandlerne i kategorier af samarbejdsgrad. De forsøger i stor grad, at nedbringe omfanget af ikke brandede butikker og omlægge disse til brandede eller fravælge dem. En Pandora brandet butik er afhængig af Pandora som leverandør og man må derfor gå ud fra at dennes forhandlingsstyrke er minimal. En ikke brandet forhandler er i risiko for at miste produktet i udvalget, hvorfor dennes forhandlingsevne heller ikke vurderes at være stor.

#### **5.2.4 Konkurrence fra substituerende produkter**

Ved substitution forstås hvilke produkter forbrugeren, ser som alternativ til produktet og som forbrugeren derfor ville overveje at købe frem for smykker, såfremt der skete en ændring mellem produktet og det substituerende produkt, herunder pris, teknologi, innovation mv. I smykkebranchen findes der et hav af forskellige smykker, som alle i nogen grad substituerer hinanden. F.eks. kan en ring være substituerende til

---

<sup>63</sup> Årsrapport (2013:34)

en halskæde ved mandens køb af gave til kæresten derhjemme. Dette er tilfældet for hovedparten af smykker, hvilket kan have indflydelse på Pandora. Dette skyldes at Pandora står stærkt på markedet for armbånd og vedhæng. Herudover forsøger Pandora at øge sit fokus på ringe, da dette er den største smykkekategori globalt. Derimod er halskæder mv. ikke en stor del af Pandoras sortiment, hvorfor større interesse for køb af dette produkt i branchen, vil medføre lavere efterspørgsel efter Pandoras produkter. Ud over konkurrencen fra substituerende produkter inden for samme branche, er der ligeledes substituerende produkter til smykkebranchen som helhed. Som beskrevet tidligere i opgaven, ser Pandora fritids- og underholdningsprodukter som konkurrenter, hvorfor disse er værende at betragte som substituerende produkter. Årsagen til dette er, at begge er at betragte som luksusprægede varer. Eksempelvis kan en gave fra kæresten enten bestå af en tur i kulturlivet til koncert eller et smykke. På baggrund af dette, vil et køb af det ene produkt kunne medføre en manglende indtjening for det modsatte. Derfor er Pandora nødsaget til ligeledes at holde øje med andre brancher og deres udvikling.

Truslen fra substituerende produkter er derfor absolut tilstede og det er afgørende for Pandoras fremtidige indtjening at være opmærksom på denne trussel.

### 5.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen

Konkurrenceintensiteten i smykkebranchen er som nævnt under truslen fra nye konkurrenter bestående af mange små og få store producenter, såvel lokalt som globalt. Konkurrenceintensiteten analyseres med baggrund i nedenstående figur, som illustrerer mulige konkurrenceformer.

Konkurrenceformer					
Antal udbydere Graden af præference	Antal udbydere		En stor samt et antal små	Få store	Mange
	1	2			
Homogent marked (ingen præference)	Monopol	Duopol	Delest monopol	Oligopol	Fuldkommen konkurrence
Heterogent marked (nogen præference)		Differentieret duopol	Differentieret, delest monopol	Differentieret oligopol	Monopolistisk konkurrence

Fig. 9.3 Oversigt over konkurrenceformer.

Figur 5<sup>64</sup>

<sup>64</sup> Virksomhedsøkonomi (1)

Konkurrenceformen er afhængig af antallet af udbydere, samt graden af præference. Sammen med blandt andre Tiffany, Cartier og Swarovski er Pandora blandt de store globale udbydere på smykkemarkedet. Herudover findes der et hav af små smykkeproducenter som overvejende er repræsenteret lokalt i modsætning til de fire førnævnte. Der er derfor mange udbydere på det enkelte marked idet de fleste markeder har et stort antal af disse lokalt repræsenterede små smykkeproducenter.

Hovedparten af de små forhandlere konkurrerer på unikt design, som tiltrækker kunder, som vil have specielle smykker. Prisen er i dette tilfælde ikke det afgørende parameter. Ligeledes er det gældende med hensyn til de større globale udbydere, at der er fokus på design. Smykkeproducenter forsøger at skabe unikt design, som passer ind i den gældende mode. Kunderne køber med baggrund i præferencer før prisen, som i mange tilfælde er i anden række. Smykkebranchen er derfor præget af monopolistisk konkurrence, hvilket vil sige at den enkelte udbyder har oparbejdet sig en grad af monopol gennem differentiering.

Selvom der er tale om monopolistisk konkurrence er prisen alligevel en afgørende faktor. Som følge af den store mængde af udbydere er konkurrencen stor og risikoen for tab af indtjening er stor.

Væksten i branchen er en væsentlig faktor for konkurrencen i branchen. Jo højere vækst, des større interesse er der for indtræden på markedet. En branche i høj vækst, skaber mulighed for overnormal profit, indtil markedet mættes af flere udbydere, mens et marked med lav vækst skaber mindre interesse for nye konkurrenter. Dette skyldes, at når væksten ophører skal fokus rettes mod effektivisering og omkostningsminimering. Nye konkurrenter vil skulle konkurrere om markedsandele, hvilket vil resultere i lavere indtjening. På nogle markeder er smykker fortsat et vækstmarked. Dette er især gældende på de asiatiske markeder. På mange andre markeder er der tale om en mere normal vækst, som stiller fokus på differentiering og pris.

### **5.3. Ressourcer og kompetencer**

En vigtig del af analysen af de ikke finansielle værdidrivere, er at identificere selskabets ressourcer og kompetencer i forhold til konkurrenternes. Dette er med til at danne et overblik over, hvor selskabet konkurrencemæssigt er placeret i forhold til konkurrenterne. I denne opgave vil analysen alene omfatte selskabets ressourcer, og der vil derfor ikke blive analyseret nærmere på kompetencerne. Selskabets

ressourcer opdeles i tre kategorier. Der er tale om kategorierne materielle, immaterielle og menneskelige ressourcer<sup>65</sup>.

### **5.3.1 Materielle ressourcer**

Med hensyn til materielle ressourcer har Pandora opbygget et solidt distributionsnetværk bestående af et stort antal brandede, samt ikke brandede butikker. Med dette netværk af distributører sikrer Pandora sig tilstedeværelsen på relevante markeder. Dette er medvirkende til at skabe en konkurrencemæssig fordel i forhold til eventuelle nye konkurrenter, som vil være nødsaget til først at opbygge dette. I forhold til de øvrige store smykkeproducenter vurderes det dog ikke at give en konkurrencemæssig fordel, idet det må forventes at disse er repræsenteret på deres relevante markeder.

Endvidere har Pandora opbygget en forsyningskæde, der sikrer høj grad af produkttilgængelighed, mens omkostningerne holdes nede og kapitalbindingen minimeres<sup>66</sup>. Produkttilgængeligheden sikres gennem lokale distributionscentre, der bestiller varer fra Thailand. Ordrene dannes ud fra lokale markedsanalyser. Dette skaber ligeledes en konkurrencemæssig fordel i forhold til eventuelle nye konkurrenter. Overfor nuværende konkurrenter, må det forventes, at de ligeledes har opbygget en konkurrencedygtig forsyningskæde

### **5.3.2 Immaterielle ressourcer**

Pandoras immaterielle ressourcer er afgørende for Pandoras nuværende og fremtidige indtjening. Selskabet har opbygget et solidt brand, som udnyttes i den globale vækststrategi. Pandora er som tidligere nævnt en stor producent på markedet for smykker og et brand er derfor afgørende for succesen i en virksomhed af denne størrelse. Brand er medvirkende til at gøre det mindre risikofyldt at træde ind på nye markeder, idet kendskabsgraden allerede i en vis udstrækning er tilstede. Herudover medvirker et kendt brand til at skabe præferencer for virksomhedens produkter, hvilket er medvirkende til at skabe konkurrencefordele. Da konkurrencefordele er afgørende for virksomhedens profit er dette en væsentlig faktor.

Pandoras brand som konkurrencemæssig fordel er på nuværende tidspunkt afhængig af markedet. Selskabet har et solidt brand i nogle lande, mens mærket kan være ukendt på andre markeder. Brandet

---

<sup>65</sup> Sørensen (2011:90)

<sup>66</sup> Årsrapport (2013:11)

som ressource til at udkonkurrere konkurrenter eller skabe merværdi er således tilstede på en del af de nuværende markeder, men ikke globalt.

### 5.3.3 Menneskelige ressourcer

En meget stor del af Pandoras ansatte er placeret i Thailand og er beskæftiget med produktionen af virksomhedens smykker. Medarbejderne er ifølge Pandora et vigtigt aktiv. Normer og adfærd er opbygget gennem virksomhedens 30 årige historie og selskabet finder medarbejderudvikling afgørende for at sikre fremtidig vækst. Pandora iværksætter årlige efteruddannelser og kompetenceudviklingsprogrammer, i forsøg på at højne effektivitet, ledelsesevne, medarbejdertrivsel mv.<sup>67</sup> Det vurderes at Pandora med disse initiativer sikrer en bedre medarbejdertrivsel og en øget produktivitet, hvilket højner indtjeningen. Virksomhedens størrelse gør, at dette er en konkurrencemæssig fordel i forhold til mindre konkurrenter, idet disse ikke har ressourcerne til at opbygge dette system. Modsat må det forventes, at virksomheder på samme størrelse som Pandora har etableret samme programmer.

### 5.4. Anshoffs vækstmatrice

Da vækst er en vigtig faktor i Pandoras strategi er det væsentligt at analysere hvilken vækststrategi, som Pandora gør brug af og hvilke risici der følger med dette. Til dette formål anvendes Anshoffs vækstmatrice. Ifølge Anshoffs vækstmatrice er der fire alternative vækststrategier, som illustreres i nedenstående figur.

	Nuværende produkt	Nyt produkt
Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 6<sup>68</sup> – egen tilvirkning

Vækst via markedspenetrering er den mindst risikobetonede vækststrategi. Strategien består i at udvide eller beskytte ens markedsandel på nuværende markeder med nuværende produkter. For at strategien gennemføres skal markedsandelene øges, forbruget hos nuværende kunder øges, eller flere personer fra målgruppen skal motiveres til at efterspørge produktet. Markedsføring kan være medvirkende til at gennemføre denne strategi. Problemet ved denne strategi er, at markedet mættes og selskabet tvinges til en ny strategi for at fastholde væksten.

<sup>67</sup> Årsrapport (2013:16)

<sup>68</sup> Sørensen (2011:112)



Vækststrategien produktudvikling inkluderer nye produkter på eksisterende markeder. Der kan være tale om produktudvikling af Pandoras nye charms kollektion. Dette skal sælges på samme marked som nuværende produkter. Denne strategi er mere risikobetonet end den første. Der er tale om et nyt produkt, hvor ressourcer er anvendt til at udvikle dette, men hvor indtjening af denne investering ikke er garanteret.

Markedsudvikling som vækststrategi er ligeledes en strategi som virksomheden kan anvende. Virksomheden vil i denne strategi forsøge at introducere nuværende produkter på nye markeder. Denne strategi kræver massive investeringer i markedsføring, idet der skal skabes kendskab til produktet i et nyt marked. Der er derfor tale om en strategi, hvor risikoen er større end for markedspenetrering og hvor risikoen for tab af indtjening er tilstede. Markedsføring er ingen garanti for at et nyt marked vil tage imod produktet. Til gengæld er potentialet stort, såfremt produktet får succes.

Diversifikation er den sidste vækststrategi. Denne indbefatter, at virksomheden introducerer et nyt produkt på et nyt marked. Der er tale om en meget risikobetonet strategi, da der både er tale om et nyt marked og et nyt produkt. Der kræves i lighed med markedsudviklingsstrategien massive investeringer i markedsføring. Ud over dette er der risikoen i form af et nyt produkt. For Pandoras produkter vil et nyt produkt altid være i risiko for manglende efterspørgsel. Dette kan skyldes et forkert analyseret behov eller at produktet ikke falder i kundernes smag.

Pandora anvender vækststrategierne markedspenetrering, produktudvikling og markedsudvikling. Markedspenetrering anvendes i øjeblikket i flittig stil af Pandora på hovedparten af deres markeder. Pandora erobrer markedsandele efter deres forfejlede strategi, hvor de bevægede sig væk fra kernekundegruppen, med højere priser. Dette blev omtalt i afsnittet strategi. Endvidere udbreder de tilstedeværelsen på markederne med flere brandede butikker, hvilket i det seneste år har medvirket til en kraftig vækst. Dette er dog en kortsigtet vækst idet markederne, hvor Pandora allerede er tilstede på kort sigt vil blive mættet. Da dette er en realitet, har Pandora ligeledes allerede haft fokus på andre strategier. Pandora forsøger at udbrede sine nuværende produkter på nye markeder, hvor tilstedeværelsen enten er begrænset eller mærket slet ikke er at finde. Her ser Pandora selv store muligheder på de asiatiske markeder, som Japan og Kina, men også lande med meget begrænset tilstedeværelse er der oplevet kraftig vækst i 2013. Der henvises til afsnit 4.4 markedsområder. Herunder kan nævnes Italien, Frankrig og Rusland<sup>69</sup>. Herudover fokuserer Pandora ligeledes på, at udvikle nye produkter, som i fremtiden kan stå for indtjeningen i virksomheden. Pandoras nye produkter introduceres på markederne, hvor selskabet allerede

---

<sup>69</sup> Årsrapport (2013:34)

er tilstede og der er derfor tale om vækststrategien produktudvikling i dette tilfælde. Der kan f.eks. være tale om Pandoras nye kollektion af charms Essence. Eneste vækststrategi, som Pandora ikke gør brug af, er den mest risikobetonede diversifikation. Dette skyldes at Pandora har et uudnyttet potentiale i alle tre førnævnte vækststrategier.

Som det fremgår af ovenstående har Pandora igangsat mange strategier for stigende global vækst og dermed følgende indtjening. Dette kræver, at der investeres store ressourcer i produktudvikling, markedsføring og produktion mv. Alt dette hæver Pandoras omkostninger, hvilket forøger kravet om solid vækst. Markedsføring er ikke alene afgørende for at skabe vækst, men ligeledes afgørende for at fastholde nuværende markedsandele.

### **5.5. Boston-modellen**

Til brug for at analysere selskabets produkter anvendes Boston-modellen. Denne model anvendes til at analysere, hvor produkterne befinder sig i deres livscyklus. Boston-modellen medvirker derfor til at analysere om virksomheden har en fornuftig sammensætning af sine produkter. Boston-modellen kan være med til at analysere en virksomheds fremtid ud fra produkternes sammensætning. En virksomhed med udelukkende cash cows er i risiko for på længere sigt at miste indtjening. Der vil ikke være nogen produkter til at overtage, når produktet eksempelvis går af mode eller ny teknologi overtager. Herved vil produktet havne som dogs. Har virksomheden modsat kun Question marks, vil virksomheden være afhængig af solid kapital og likviditet, idet selskabets produkter skaber negativt cash flow, som følge af investeringer. Har virksomheden derimod produkter fordelt i hele Boston-modellen, er der potentiale til mange år med indtjening.

Som omtalt i analysen af vækststrategier, hvor Anshoffs vækstmatrice blev anvendt kræves der massive investeringer, for at trænge ind på et nyt marked. Der skal ligeledes anvendes investeringer i en vis grad til at udvide og fastholde markedsandelene på de nuværende markeder. Derfor er fordelingen mellem produkter med positiv og negativ likviditet afgørende for selskabets fremtid. Boston-modellen analyserer fordelingen af produkter i forskellige faser med hensyn til markedsandele og likviditetstræk.

	Høj markedsandel	Lav markedsandel
Høj markedsvækst	<i>Stars</i> Overskud: stort, stabilt og voksende Cash flow: Neutralt Strategi: Invester i vækst	<i>Question marks</i> Overskud: Lavt, ustabil og voksende Cash flow: Negativt Strategi: Valg mellem star og dog
Lav markedsvækst	<i>Cash cows</i> Overskud: Stort, stabilt Cash flow: Stort og stabilt Strategi: Udnyt cash flow alternativt	<i>Dogs</i> Overskud: Lavt og ustabil Cash flow: Neutralt eller negativt Strategi: Afvikling

Figur 7<sup>70</sup> – egen tilvirkning

Der henvises til afsnit 4.5 produktmix, for en nærmere gennemgang af produktmixet. Nedenfor er den overordnede fordeling i 2013 alene inddraget.

### 5.5.1 Charms kollektionen – Moments kollektionen

Charms Moments kollektionen blev lanceret i år 2000<sup>71</sup>. Produktet har siden lanceringen været det produkt, som i overvejende grad har udviklet Pandoras vækst og globale indtog. Pandoras Charms kollektion, som indtil år 2013 alene omfattede moments kollektionen har de seneste 5 år udgjort 80-90 % af Pandoras samlede omsætning og er derfor afgørende for Pandoras fremtid. Produktet oplever fortsat høj markedsvækst med en vækst på knap 30 % i 2013. Dette er medvirkende til et stort og voksende overskud, samt stort Cash flow på trods af forholdsvis store investeringer i markedsføring. Denne vækst indikerer et produkt, som er placeret i området for stars. Markedsvæksten skal dog ses i sammenhæng med den strategifejlen og moments kollektionen kan med den nye kollektion nærme sig en placering i feltet cash cows. Endvidere indikerer cash flowet ligeledes et "cash cow" produkt. Såfremt dette er tilfældet, vil der være krav om at andre produkter overtager væksten, såfremt Pandora skal fortsætte med at opnå vækst i fremtiden.

### 5.5.2 Charms kollektionen – Essence kollektionen

Charms Essence kollektionen blev introduceret i 2013, som det første nye koncept inden for charms, siden Moments kollektionen. Der er tale om et helt nyt produkt, der forsøges indarbejdet i Pandoras nuværende sortiment og som skal være medvirkende til at fastholde en solid vækst på markedet for charms. Da produktet er introduceret i 2013, må det forventes at der bruges store investeringer i markedsføring, for at øge kendskabsgraden til produktet. Derfor er der tale om et produkt, med lavt, men voksende overskud og et formentligt negativt cash flow. På baggrund af dette er der tale om et produkt i kategorien question

<sup>70</sup> Sørensen (2011:99)

<sup>71</sup> Årsrapport (2013:9)

marks. Pandoras evne til at bringe produktet på markedet vil være afgørende for dette produkts fremtidige potentiale.

Der er dog tale om en kollektion i samme kategori, som Pandoras stor sælgende produkt. Kendskabsgraden til Charms-moments, og efterspørgslen efter dette produkt, gør chancen højere for at skabe en succesfuld kollektion frem for andre nye produkter. Modsat vil dette produkt ligeledes kunne sænke efterspørgslen efter Moments kollektionen, idet kollektionen kan betragtes som en konkurrent på markedet.

### **5.5.3 Ringe**

Ringe er Pandoras anden kernekategori ud over charms og en kategori, som Pandora har som fokusområde på mellemlang sigt<sup>72</sup>. Baggrunden for dette skyldes, at ringe er verdens største smykkekategori. I 2013 stammede omkring 6 % af Pandoras omsætning fra ringe. Pandora investerer som følge af et uudnyttet potentiale i udvikling og markedsføring af ringe. Derfor befinder ringene sig ligeledes i kategorien question marks for Pandora.

### **5.5.4 Øvrige smykker**

Øvrige smykker er ikke Pandoras kernekategori, men udgør ifølge Pandora et potentiale på lang sigt.

Samlet set stammer 11,2 % af Pandoras samlede omsætning fra kategorien øvrige smykker i 2013. Kategorien oplevede i 2013 kraftig vækst, da denne kategori steg knap 140 %<sup>73</sup>. Øvrige smykker befinder sig i kategorien question marks. Der bruges en del omkostninger på udvikling af nye produkter, som skal gøre Pandora mindre afhængig af charms kollektionen. Der er på nuværende tidspunkt ikke gået produkter i denne kategori fra question marks til stars i væsentlig grad til at sænke afhængigheden af charms. Såfremt Pandora i fremtiden skal mindske afhængigheden af charms er det afgørende, at der udvikles produkter fra kategorien øvrige smykker, samt ringe som omtalt ovenfor, som kan formå at skabe stort og voksende overskud på et stort marked.

Det er disse kategorier, der skal skabe de nye stars, når charms kollektionen overgår fuldt til cash cow og på et senere tidspunkt er i risiko for at havne som dogs. Pandoras charms er ikke patenteret, ud over dens funktionalitet<sup>74</sup>. Kopi eller nyudvikling af denne kategori fra konkurrenter kan være medvirkende til at fremme denne udvikling. Det er derfor afgørende at Pandora skaber nye stars fra de kategorier.

---

<sup>72</sup> Årsrapport (2013:9)

<sup>73</sup> Årsrapport (2013:38)

<sup>74</sup> Årsrapport (2013:17)

### **5.5.5 Online salg**

Pandora introducerede i 2012 den første eStore, som blev lanceret i Storbritannien. Pandora har siden åbnet for online salg i yderligere tre lande alle placeret i Europa<sup>75</sup>. Online salg udgør et stort potentiale, herunder ligeledes for Pandora. Online salg skaber mulighed for markedsføring over for en større mængde af kunder i et større geografisk område, end hvad der er muligt for øvrige initiativer. Derfor er dette et interessant marked. I Danmark er den totale internethandel steget 14 % i 2013 og udgør 62,4 mia.<sup>76</sup> Denne vækst finder ligeledes sted i de øvrige europæiske lande.

Online salgets succes for Pandora vil i høj grad være afhængig af Pandoras fremtidige produktudvalg, men ligeledes i hvor stor grad Pandora formår at introducere Pandora mærket via online salg. Idet en større grad af handel sker online vil Pandoras nuværende produkter dog ligeledes være afhængig af en succesfuld introduktion af onlinesalg. Ifølge Pandora er produktsortimentet velegnet til salg online. Dette skyldes stor grad af "One size fits all", men ligeledes at produkterne sælges til tilgængelige priser.

Pandoras online salg befinder sig på nuværende tidspunkt i kategorien question marks. Der er store investeringer i at oprette E-handel sider og selskabets nuværende marked er begrænset til fire lande i Europa. Derfor investeres en stor grad af den opnåede indtjening i udvidelse af E-handlen og selskabets indtjening må på nuværende tidspunkt forventes at være begrænset men voksende fra dette marked.

### **5.6. Delkonklusion på analysen af ikke finansielle værdidrivere med udgangspunkt i SWOT**

Pandoras situation med hensyn til styrker, svagheder, muligheder og trusler er på baggrund af ovenstående analyse af ikke finansielle værdidrivere, illustreret i nedenstående SWOT-analyse. Nedenstående punkter er de væsentligste forhold, som kan have indvirkning på selskabets fremtidige performance.

---

<sup>75</sup> Årsrapport (2013:34)

<sup>76</sup> FDIH (1)

<b>Styrker</b>	<b>Svagheder</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solid vækst og indtjening</li> <li>• Solidt opbygget brand</li> <li>• Opbygget velfungerende forsyningskæde og distributionsnetværk</li> <li>• Stordriftsfordele</li> <li>• Succesfuld turn-around efter forfejlet strategi</li> <li>• Stort salg i USD, som også er købsvalutaen for råvarer.</li> <li>• Stort positivt cash-flow</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stor andel af omsætningen afhængig af produktet Charms.</li> <li>• Stor afhængighed af produktion i Thailand</li> <li>• Stor del af kapitalen er bundet i immaterielle aktiver, som brand mv.</li> <li>• Begrænsede muligheder for at hæve priser uden tab af kunder.</li> <li>• Stor andel af Pandoras sortiment er Question marks. Mangler Stars til at overtage fra Charms</li> </ul>
<b>Muligheder</b>	<b>Trusler</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Øget E-handel af Pandoras produkter.</li> <li>• Indtræde på nye markeder, specielt i Asien.</li> <li>• Forbedring af konjunkturerne.</li> <li>• Skabe nye succesfulde produkter.</li> <li>• Ændring i modetendenser.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Produktion samlet i Thailand, risiko ved naturkatastrofer og politisk uro</li> <li>• Afhængig af råvarepriserne</li> <li>• Udsving i valutakurser</li> <li>• Politisk ustabilitet</li> <li>• Handelsbarrierer eller handelsstop</li> </ul>

Figur 8<sup>77</sup> – egen tilvirkning

## 6. Analyse af finansielle værdidrivere

Formålet med analysen af de finansielle værdidrivere er at analysere selskabets historiske performance. På denne baggrund skabes der sammenkoblet med analysen af de ikke finansielle værdidrivere et fundament, til at kunne budgettere selskabets fremtidige performance.

### 6.1. Reformulering

Før en analyse af selskabets finansielle værdidrivere kan finde sted, skal der foretages en reformulering af selskabets resultatopgørelse, balance og egenkapital. Reformuleringen skaber en sammenlignelighed fra år til år. Nødvendigheden af en reformulering skyldes, at den ordinære årsrapport ikke opdeler posterne ens. Dette er en forudsætning for en sammenlignelig rentabilitetsanalyse. Egenkapitalens reformulering går ud på, at opdele posterne i transaktioner med ejere og totalindkomst. Reformuleringen af resultatopgørelsen går ud på at opdele posterne i primær drift, anden drift og finansielle poster. Balanceposterne opdeles i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. I analysen af de finansielle værdidrivere vil Pandoras historiske finansielle performance blive belyst. I analysen er årene 2009-2013 anvendt. Reformuleringen af Pandora er gennemgået nedenfor.

<sup>77</sup> Sørensen (2011:118)

### **6.1.1 Reformulering af egenkapitalen**

Formålet med at reformulere egenkapitalopgørelsen er at beregne totalindkomsten i de tilfælde, hvor denne ikke fremgår af det officielle årsregnskab. Totalindkomsten består af nettoresultatet fra resultatopgørelsen med korrektion af "dirty-surplus" poster, der er posteret direkte over egenkapitalen. Dirty surplus poster kan omfatte gevinst/tab på fremmed valuta for selvstændige udenlandske enheder, samt gevinst/tab på finansielle instrumenter til sikring af fremtidige pengestrømme<sup>78</sup>. En manglende reformulering af egenkapitalen medfører dermed en risiko for at alle bevægelser ikke inddrages i regnskabsanalysen. Pandora opgør imidlertid selv totalindkomst under resultatopgørelsen i de officielle årsregnskaber, men præsenterer posterne særskilt på egenkapitalen, som såkaldt "dirty-surplus"<sup>79</sup>.

Pandoras egenkapitalopgørelse omfatter, som omtalt ovenfor, dirty-surplus, i form af kursdifferencer ved omregning af udenlandske dattervirksomheder, værdiregulering af sikringsinstrumenter, samt skat af anden totalindkomst. Posterne er medtaget i totalindkomsten, og placeringen af disse poster foretages i forbindelse med reformulering af resultatopgørelsen. Udover såkaldte dirty-surplus poster indeholder Pandoras egenkapital ligeledes aktiebaseret vederlæggelse. Den udgiftsførte omkostning til aktiebaseret vederlæggelse modposteres på egenkapitalen og medvirker derfor indirekte til en neutralisering af den foretagne udgift. Da denne bevægelse ikke er relateret til ejerne omklassificeres posten til anden gæld, da der nærmere er tale om en fremtidig forpligtelse, såfremt optionen bliver udnyttet. Foretagende reformulering af egenkapitalopgørelsen fremgår af bilag 6.

### **6.1.2 Reformulering af balancen**

Reformuleringen af balancen har til formål at opdele balancens poster i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Hvor egenkapitalen efter reformulering overordnet havde til formål at udlede egenkapitalforrentningen, giver balancens reformulering i sammenhæng med resultatopgørelsen et overblik over baggrunden for rentabilitet og vækst<sup>80</sup>. Reformuleringen i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet er nødvendig for at sikre ens analysemateriale, idet balancens normale opstilling alene tager udgangspunkt i et likviditetskriterium efter lang- og kortfristede aktiver samt forpligtelser<sup>81</sup>.

---

<sup>78</sup> Sørensen (2011:159)

<sup>79</sup> Sørensen (2011:158)

<sup>80</sup> Sørensen (2011:177)

<sup>81</sup> Sørensen (2011:178)

Driftsaktiviteten opgøres i driftsaktiver (DA) og driftsforpligtelser (DF), mens finansieringsaktiviteten opdeles i finansielle forpligter (FF) og finansielle aktiver (FA). På baggrund af disse kan netto driftsaktiver (NDA) og netto finansielle forpligtelser (NFF) opgøres.

#### 6.1.2.1 Gennemgang af reformuleringen

Pandoras aktiver er opgjort i langfristede og kortfristede aktiver. Størstedelen af de langfristede aktiver består af immaterielle aktiver. De immaterielle aktiver vedrører goodwill, brand, distributionsnetværk, distributionsrettigheder og andre immaterielle aktiver. Goodwill er opstået gennem en række overtagelser af selskaber i 2008 og 2010<sup>82</sup>. Brand vedrører brandet "Pandora", som blev erhvervet med Pandoras øvrige kerneaktiviteter i 2008<sup>83</sup>. Pandoras Brand er af afgørende betydning for Pandoras indtjening. Distributionsnetværket og distributionsrettighederne blev ligeledes erhvervet i sammenhæng med Pandoras brand og udgør et vigtig forudsætning for selskabets drift. Andre immaterielle aktiver vedrører implementering af software. Software er en nødvendighed for Pandoras drift, herunder bl.a. til drift af E-handel, samt løbende intern styring af driften. Posterne er derfor alle en del af driftsaktiviteten og derfor placeret som driftsaktiver i reformuleringen.

Øvrige langfristede aktiver vedrører materielle aktiver, udskudte skatteaktiver og andre langfristede finansielle aktiver. Materielle aktiver er anskaffelser, som foretages for at drive aktiviteten i virksomheden. Derfor hører denne ind under driftsaktiver. Udskudte skatteaktiver betragtes som driftsaktiv, idet det næsten altid opstår fra forskelle i beregningen af driftsoverskuddet<sup>84</sup>. Andre finansielle aktiver er placeret som en del af de finansielle aktiver. Der er ikke tilstrækkelig grad af oplysninger i regnskabet til at identificere, hvad posten vedrører og posten kunne derfor ligeledes have relation til driftsaktiviteten.

Kortfristede aktiver omfatter varebeholdninger, finansielle instrumenter, tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser, tilgodehavende skatter, andre tilgodehavender og likvide beholdninger. Varebeholdninger vedrører lager af varer til videresalg, som en del af Pandoras kerneaktivitet. Derfor er der tale om et driftsaktiv. Finansielle instrumenter vedrører i alt overvejende grad sikring af råvarepriser<sup>85</sup>. Sikring af råvarepriserne sikrer Pandoras bruttoavance mod store udsving i råvarerne, og derfor store udsving i indtjeningen fra driften. Derfor er der tale om et driftsaktiv. Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser stammer fra den del af omsætning, som på statusdagen fortsat ikke er indbetalt. Der er derfor tale om et

---

<sup>82</sup> Årsrapport (2013:61)

<sup>83</sup> Årsrapport (2013:61)

<sup>84</sup> Sørensen (2011:188)

<sup>85</sup> Årsrapport (2013:75)



driftsaktiv. For tilgodehavende skatter gælder samme forudsætning som udskudte skatteaktiver og posten er derfor en del af driftsaktiverne. Der er ikke beskrevet nærmere omkring indholdet i andre tilgodehavender. Andre tilgodehavender vedrører dog oftest driftsaktivitet. Posten kan dog i begrænset omfang omfatte tilgodehavende renter. Idet det ikke er beskrevet i årsrapporten vil beløbet i form af tilgodehavende renter ikke være væsentligt og hele posten er derfor klassificeret som driftsaktiv. Den likvide beholdning omfatter hovedsageligt et finansielt aktiv. Dog er virksomheden nødsaget til at have en mindre driftslikviditet, for løbende at kunne betale regninger ved forfald. Det er ved klassificering af likvide beholdninger vurderet tilstrækkeligt, at et beløb svarende til 0,5 % af omsætningen klassificeres, som et driftsaktiv. Resterende del af den likvide beholdning er klassificeret, som et finansielt aktiv.

Passiverne indeholder egenkapitalen, som er omfattet af særskilt reformulering. Herudover indgår langfristede og kortfristede forpligtelser. De langfristede forpligtelser omfatter hensatte forpligtelser, lån og anden gæld, udskudte skatteforpligtelser, andre langfristede forpligtelser, samt ansvarligt lån fra moderselskabet. Hensatte forpligtelser vedrører hovedsageligt, hensættelse til returvarer<sup>86</sup>. Da varesalget er selskabets driftsaktivitet betragtes hensættelse til returvarer og dermed hensatte forpligtelser, som en driftsforpligtelse. Lån og anden gæld vedrører rentebærende gæld<sup>87</sup>. Dette er optaget til finansiering af driften og klassificeres derfor som en finansiell forpligtelse. For udskudte skatteforpligtelser gælder der samme forhold, som for udskudte skatteaktiver og posten klassificeres derfor som en driftsforpligtelse. Andre langfristede forpligtelser er ikke specificeret i årsrapporten. Posten er minimal og kan vedrøre såvel driftsaktivitet, som finansieringsaktivitet. I opgaven er denne post klassificeret, som en driftsforpligtelse, idet det er forudsat, at posten indeholder driftsrelaterede forpligtelser. Ansvarligt lån fra moderselskabet er klassificeret, som en finansiell forpligtelse, idet dette betragtes som en lånefinansiering af driften.

De kortfristede forpligtelser indeholder i stort omfang samme poster som ovenfor, alene med den forskel at gælden er kortfristet. Der er derfor set bort fra posterne der er benævnt, med samme navn som ovenfor, idet disse er klassificeret ens. Derfor mangler der klassificering af finansielle instrumenter, leverandørgæld, skyldige skatter og anden gæld. Finansielle instrumenter er under aktiver klassificeret som et driftsaktiv, idet der i alt overvejende grad er tale om sikring af råvarepriser. Gælden på finansielle instrumenter klassificeres derfor som driftsforpligtelse. Leverandørgæld vedrører driftsaktiviteten og er derfor klassificeret, som driftsforpligtelse. Skyldige skatter betragtes efter samme forudsætninger, som udskudte skatteaktiver, tilgodehavende skatter og udskudte skatteforpligtelser. Posten klassificeres derfor som en

---

<sup>86</sup> Årsrapport (2013:68)

<sup>87</sup> Årsrapport (2013:71)

driftsforpligtelse. Anden gæld er ikke specificeret i årsrapporten, men hovedsageligt vil der være tale om omkostninger i form af medarbejderforpligtelser, herunder feriepengeforpligtelse, skyldig løn mv. Da disse poster vedrører driftsaktivitet, klassificeres posten som driftsforpligtelse. Ud over disse poster er der indregnet aktiebaseret vederlæggelse under driftsforpligtelse, jf. beskrivelse under reformuleringen af egenkapitalen

Ud fra ovenstående klassificering er den reformulerede balance opstillet i bilag 5.

### **6.1.3 Reformulering af resultatopgørelsen**

Reformuleringen af resultatopgørelsen foretages for at identificere overskuddet for henholdsvis drift og finansiering. Reformuleringen inkluderer totalindkomsten, hvilket vil sige at såkaldte dirty-surplus poster medtages i reformuleringen. Af hensyn til en dybere analyse opdeles driftsoverskuddet i henholdsvis driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud. Driftsoverskuddet fra salget vedrører poster, der er direkte relateret til den primære drift. Dette har til formål at vise rentabiliteten af den primære drift, som er virksomhedens kerneydelse og den langsigtede indtjeningskilde. Andet driftsoverskud omfatter poster, der ikke direkte kan relateres til den primære drift. Den foretagne klassificering er beskrevet nedenfor.

#### *6.1.3.1 Klassificeringen af posterne*

Posterne omsætning, vareforbrug, salgs- og distributionsomkostninger, samt administrationsomkostninger er alle direkte tilknyttede til den primære drift og klassificeres derfor som en del af driftsoverskud fra salg. Finansielle indtægter og omkostninger kan i nogle tilfælde indeholde poster, som skal omklassificeres til driftsoverskud. Derfor er en nærmere gennemgang af noterne af finansielle poster nødvendig. I Pandoras tilfælde indeholder finansielle poster dagsværdireguleringer af finansielle instrumenter, regulering af CWE earn-out, renter samt valutakursreguleringer. Posterne omhandlende renter klassificeres alle som relateret til finansieringen. CWE earn-out vedrører tidligere ejeres earn-out aftale. Med andre ord en regulering af forpligtelsen til tidligere ejere, som skal afregnes på et senere tidspunkt. En sådan post er relateret til driften, men vedrører ikke direkte salget, hvorfor denne er klassificeret under posten andet driftsoverskud. Dagsværdireguleringer af finansielle instrumenter, samt valutakursreguleringer fastholdes under finansieringen. Dette kan være poster, som resultat af eksponering afledt af driften, men det er en finansiell ledelsesbeslutning at tage valutarisikoen<sup>88</sup>.

---

<sup>88</sup> Sørensen (2011:202)

Posterne værdireguleringer af sikringsinstrumenter, kursdifferencer ved omregning af udenlandske dattervirksomheder, samt skat af anden totalindkomst, som er posterne der ikke indgår i den oprindelige resultatopgørelse, men alene i totalindkomsten, skal ligeledes klassificeres i den reformulerede resultatopgørelse. Værdireguleringer af sikringsinstrumenter er tilknyttet driftsoverskuddet, men ikke direkte relateret til det foretagne salg. Der er mere tale om en sikring af den primære drift. Kursdifferencen ved omregning af dattervirksomheder er heller ikke at betragte som direkte relateret til salget. Posterne er derfor klassificeret, som værende poster relateret til andet driftsoverskud.

Det samlede overskud fra virksomheden påvirker skatten. Dette gælder både driftsaktiviteten og den finansielle aktivitet. I den officielle resultatopgørelse fremgår skatteomkostningen som et beløb. For at analysere på korrekt basis, skal skatteomkostningerne allokeres ud på henholdsvis driftsaktiviteten og den finansielle aktivitet. Herved fremkommer den enkelte aktivitets resultat efter skat. Ved at fordele skatten, sikres det, at der tages højde for skattekonsekvensen for både driftsaktivitet og finansiell aktivitet.

Ved allokeringen beregnes skattefordelen på de netto finansielle omkostninger først. Efterfølgende beregnes skatten af andet driftsoverskud. Den resterende skat allokeres til driftsoverskuddet af den primære drift.

Ud fra ovenstående klassificering er den reformulerede balance opstillet i bilag 4.

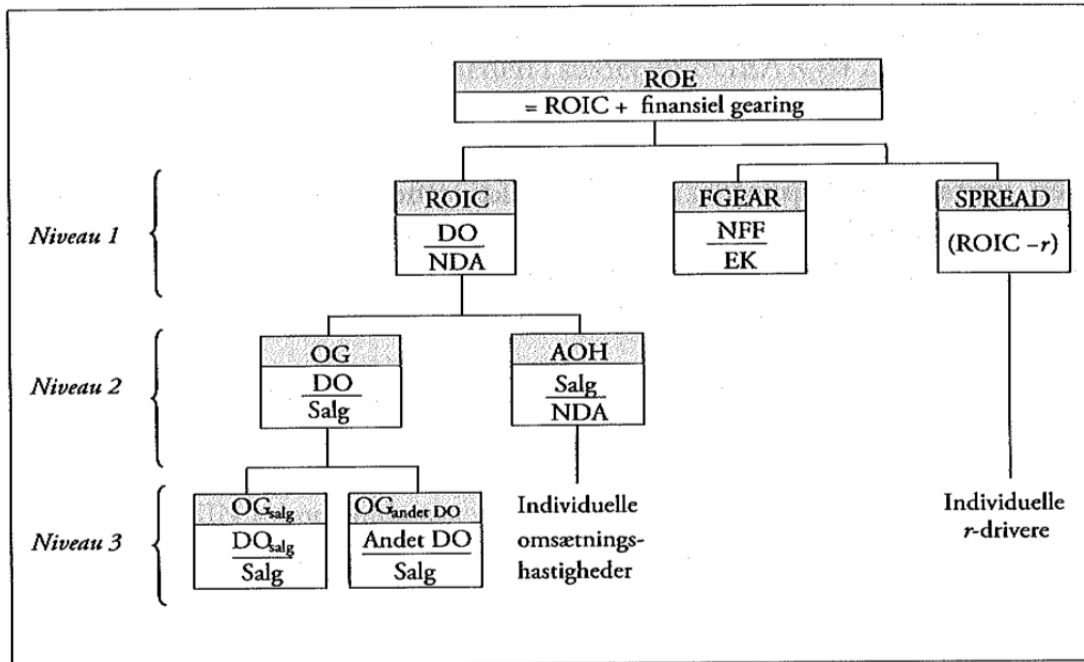
## **6.2. Rentabilitetsanalyse**

Tidligere analyse i opgaven har været baseret på de ikke finansielle værdidrivere. Rentabilitetsanalysen analyserer den realiserede værdiskabelse ud fra de finansielle værdidrivere. Rentabilitetsanalysen forklarer ikke årsagen til værdiskabelsen, hvilket der er søgt forklaring på gennem analysen af de ikke finansielle værdidrivere.

Rentabilitetsanalysen er udarbejdet med udgangspunkt i gennemsnitstal for balanceposterne. Dette skyldes, at det forventes, at balanceposterne har haft en jævn udvikling over året. Det vurderes derfor, at dette giver et mere retvisende billede af nøgletallene. Startåret for analysen, som er 2009, er dog beregnet ved brug af ultimo tal for 2009.

Til brug for rentabilitetsanalysen anvendes DuPont pyramiden, som illustreres nedenfor. Af denne fremgår hvorledes udviklingen i egenkapitalens forrentning (ROE) kan forklares. Udviklingen i ROE er afhængig af

udviklingen i driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Dette kan analyseres gennem de dekomponerede nøgletal, henholdsvis afkastningsgraden (ROIC) for driftsaktiviteten og gearingen (FGEAR) for finansieringsaktiviteten. Disse to nøgletal kan efterfølgende dekomponeres yderligere. Ud fra denne analyse kan der skabes et overblik over hvor Pandora skaber forrentningen af egenkapitalen historisk, og dermed skabe bedre forudsætninger for den efterfølgende budgettering, som danner grundlaget for værdiansættelsen.



Figur 9<sup>89</sup>

### 6.2.1 Egenkapitalens forrentning<sup>90</sup>

Egenkapitalens forrentning viser virksomhedens evne til at forrente ejernes indskudte kapital. Egenkapitalens forrentning vil være forskellig fra branche til branche, idet forhøjet risiko i nogle brancher skaber krav for forhøjet forrentning. Inden for samme branche er det dog muligt at foretage sammenligninger. For Pandora viser egenkapitalens forrentning, virksomhedens udvikling i evnen til at forrente ejernes kapital, hvilket er afgørende for værdiansættelsen af en virksomhed.

Egenkapitalens forrentning opgøres ud fra nedenstående formel<sup>91</sup>:

$$ROE = \frac{\text{totalindkomst}}{\text{gns.egenkapital}}$$

<sup>89</sup> Sørensen (2005:151-152)

<sup>90</sup> Sørensen (2011:254)

<sup>91</sup> Sørensen (2011:254)

Den gennemsnitlige egenkapital opgøres alene på baggrund af moderselskabsaktionærernes andel af egenkapitalen. Minoritetsinteressernes andel er derfor ikke medtaget i forrentningen<sup>92</sup>. Nedenfor fremgår udviklingen i egenkapitalen for Pandora i perioden 2009 til 2013.

	2013	2012	2011	2010	2009
ROE	28,6 %	23,1 %	35,9 %	87,6 %	70,3 %

Tabel 9<sup>93</sup> – egen tilvirkning

Pandora har i 2009 til 2013 formået at forrente ejernes indskudte kapital solidt. Dog ses der en faldende tendens i perioden 2010 til 2012, afløst af en mindre stigning i 2013. Udviklingen kan som nævnt ovenfor både skyldes en ændring i forrentningen af driftsaktiviteten, men ligeledes kan finansieringsaktiviteten være årsagen til den faldende egenkapitalforrentning. Egenkapitalens forrentning skal dog ses i sammenhæng med den risikofrie rente, hvilket i perioden med lavkonjunktur må antages at have været omkring 2-3 %. Der skal dog ved en investering tillægges et risikotillæg, da en investering i Pandora, er forbundet med en risiko, sammenlignet med en placering af investeringen i sikre midler. Alt i alt må en forrentning som Pandoras dog antages at være godkendt, selv når der tages hensyn til risikotillægget. Afgørende for den fortsatte forrentning afhænger af grundlaget for forrentningen og en dybere analyse er derfor interessant.

### 6.2.2 Dekomponeret til niveau 1

Ændringen i egenkapitalens forrentning kan som tidligere nævnt skyldes såvel en ændring i forrentningen af driftsaktiviteten, som finansieringsaktiviteten. Dette skyldes, at forrentningen af egenkapitalen kan dekomponeres til følgende formel:

$$ROE = ROIC + (FGEAR \times (ROIC - r))^{94}$$

Forrentningen af egenkapitalen, kan forklares gennem udviklingen i afkastet af netto driftsaktiver (ROIC), udviklingen i den finansielle gearing (FGEAR), samt SPREAD. SPREAD er forskellen mellem afkastet af netto driftsaktiverne (ROIC) og de netto finansielle omkostninger (NFO) divideret med netto finansielle forpligtelser (NFF), samlet benævnt r. Ved at opgøre de enkelte nøgletal, som ROE er sammensat af, kan man forklare årsagerne til udviklingen i egenkapitalens forrentning.

<sup>92</sup> Sørensen (2011:254)

<sup>93</sup> Bilag 7

<sup>94</sup> Sørensen (2011:256)

### 6.2.2.1 Analyse af driftsaktiviteten

Analysen af driftsaktiviteten på niveau 1, måles via afkastningsgraden, som måler afkastet af den investerede kapital (ROIC).

ROIC opgøres ud fra driftsoverskuddets andel af de gennemsnitlige netto driftsaktiver. Opgørelsen af afkastningsgraden i perioden 2009-2013 fremgår af nedenstående tabel.

	2013	2012	2011	2010	2009
ROIC	29,8 %	23,7 %	34,4 %	57,9 %	32,4 %

Tabel 10<sup>95</sup>

Pandoras forrentning af den investerede kapital har i stort omfang været svingende med egenkapitalens forrentning. Pandora har fra 2009 til 2010 oplevet en solid stigning i forrentningen af den investerede kapital, fra 32 % til 57 %. Dette var ligeledes gældende for egenkapitalens forrentning, som dog steg fra 70 % til 87 %. Da selskabets egenkapitalforrentning i denne årrække var væsentlig højere end afkastningsgraden hænger dette sammen med gearingen, som selskabet i årene 2009 og 2010 har opnået solidt afkast fra. Pandora oplevede i lighed med under egenkapitalforrentningen et fald i afkastningsgraden fra 2010 til 2011. Afkastningsgraden faldt til godt 34 %, hvilket svarer til et fald på 23,5 % -point. I denne periode oplevede Pandora et væsentlig større fald i egenkapitalforrentningen på 51,5 % -point, således at egenkapitalforrentningen i 2011 var på niveau med afkastningsgraden. Dette betyder at selskabet ikke har opnået væsentlig afkast ved gearing. Afkastningsgraden er i 2012 faldet yderligere, mens Pandora i 2013 har formået at hæve afkastet. Begge år er disse afkast på niveau med forrentningen af egenkapitalen. Derfor er der i disse år ikke gjort væsentlig brug af gearingen. Såfremt virksomheden ikke gjorde brug af gearing ville ROE og ROIC være ens. Udover ovenstående, er der dog en væsentlig forskel at bemærke. Hvor egenkapitalfinansieringen var faldet markant fra 2009 til 2013, er faldet fra 2009 til 2013 i afkastningsgraden begrænset. Det markante fald, skal derfor henføres til finansieringsaktiviteten.

Med et afkast af den investerede kapital i perioden 2009 til 2013, på knap 25 % og opefter, har selskabet haft et solidt afkast i de foregående år.

<sup>95</sup> Bilag 7

### 6.2.2.2 Finansiell Gearing

Den finansielle gearing er som omtalt ovenfor, sammen med afkastningsgraden de to faktorer der er afgørende for egenkapitalens forrentning. Den finansielle gearing er sammensat af nøgletallene FGEAR og SPREAD. Nøgletallet SPREAD viser forskellen mellem forrentningen af den investerede kapital i forhold til renten på de optagede lån. Så længe, at forrentningen af den investerede kapital (afkastningsgraden) er højere end renten på de optagede lån, er gearing fordelagtig for selskabet, og selskabet vil herved opnå en højere forrentning af egenkapitalen end forrentning af driftsaktiviteten. SPREAD opgøres, som ROIC fratrukket  $r$ . Opgørelsen af ROIC blev omtalt i afsnit 6.2.2.1, mens  $r$  opgøres, som netto finansielle omkostninger i procent af nettofinansielle forpligtelser<sup>96</sup>.

FGEAR opgør andelen af gearingen i forhold til egenkapitalen. FGEAR er derfor en indikator for hvor risikobetonet virksomheden er i kampen for at forbedre forrentningen. Så længe SPREAD er positivt vil virksomheden opnå forhøjet afkast ved gearing, altså en højere grad af lånefinansiering set i forhold til egenfinansiering. FGEAR opgøres, som de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser divideret med den gennemsnitlige egenkapital. Dermed hvor stor en andel fremmedfinansiering i forhold til egenfinansiering<sup>97</sup>.

Opgørelsen af gearingens effekt i perioden 2009-2013 fremgår af nedenstående tabel.

	2013	2012	2011	2010	2009
SPREAD	18,6 %	-192,9 %	11,6 %	50,4 %	24,2 %
FGEAR	-0,07	0,00	0,14	0,55	1,31
Effekt	-1,2 %	-0,5 %	1,6 %	27,6 %	31,6 %

Tabel 11<sup>98</sup>

Det fremgår at Pandora over hele perioden har haft en faldende effekt af forrentningen fra finansieringsaktiviteten. Effekten er gået fra omkring 30 % til omkring 0 %. Dette skyldes såvel udviklingen i SPREAD som FGEAR. FGEAR som måler forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapital er faldet over hele perioden. Selskabet er gået fra en større grad af finansiering i form af fremmedkapital i 2009 til i 2013 at have netto finansielle aktiver. Selskabet har dermed nedbragt risikoen, da selskabet ikke er afhængigt af fremmedfinansiering. Dette hænger sammen med Pandoras overskud i perioden 2009 til

<sup>96</sup> Sørensen (2011:256)

<sup>97</sup> Sørensen (2011:256)

<sup>98</sup> Bilag 7

2013, som i stor udstrækning, er anvendt til opbygning af egenkapitalen. Denne er således i 2013 over fire gange så stor som i 2009. Selskabet har dermed sikret sig en solid kapital i perioden. Modsat er denne ændring i kapitalstrukturen medvirkende til en mere faldende forrentning af egenkapitalen, idet selskabet i hovedparten af perioden har et solidt overskud fra SPREAD, svarende til forholdet mellem forrentningen af driftsaktiviteten og renten af fremmedfinansieringen. Kun i 2012 er SPREAD negativt, men dette skyldes at forholdet mellem finansielle aktiver og finansielle forpligtelser var omkring 0. I 2012 og 2013 er effekten af gearingen endda negativ på forrentningen af egenkapitalen. Dette skyldes de netto finansielle aktiver, som ikke kan forrentes finansieringsaktiviteten i samme grad som driftsaktiviteten forrentes. Med andre ord medvirker den meget solide kapitalstruktur i en virksomhed med god forrentning af driftsaktiviteten til negativ indvirkning på forrentningen af egenkapitalen. Selskabet er dog samtidig sikret mod negativ indflydelse fra gearingen, såfremt forrentningen af driftsaktiviteten skulle stoppe.

Det er på baggrund af dette ikke fordelagtigt for Pandora at højne de netto finansielle aktiver yderligere, idet dette vil medvirke til en yderligere faldende forrentning af egenkapitalen. Dette ses også på Pandoras anvendelse af overskuddet for 2013. Pandora har et resultat af totalindkomst på kr. 1.773 mio. Af dette resultat vælger Pandora at udbetale kr. 823 mio. i udbytte<sup>99</sup>. Endvidere er der i 2014 igangsat et aktietilbagekøbsprogram, hvor Pandora forventer at tilbagekøbe egne aktier for op til kr. 2.400 mio.<sup>100</sup> Samlet anvender Pandora dermed godt kr. 3.200 mio. til udbytte og tilbagekøb af aktier. Pandora fordeler derfor næsten to gange resultatet til transaktioner med ejere. Herved sikres det for Pandora, at selskabet ikke opbygger yderligere finansielle aktiver, som ikke kan forrentes tilfredsstillende.

### **6.2.3 Dekomponeret til niveau 2**

Forrentningen af den investerede kapital (ROIC) blev gennemgået ovenfor, hvoraf der fremgik en solid, men alligevel faldende forrentning i perioden 2010 til 2012. I 2013 blev dette dog afløst af en stigende forrentning af den investerede kapital. Det interessante er baggrunden for udviklingen i afkastningsgraden. Forrentningen af den investerede kapital (ROIC) afhænger af udviklingen i overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH)<sup>101</sup>, som det fremgår af DuPont-modellen.

Branchetypen, herunder konkurrenceformen er meget afgørende for, hvor forrentningen af den investerede kapital stammer fra. En branche med store adgangsbarrierer, f.eks. i form af store investeringer, medvirker til høje driftsaktiver, hvilket resulterer i lav omsætningshastighed. En branche som

---

<sup>99</sup> Årsrapport (2013:43)

<sup>100</sup> Årsrapport (2013:6)

<sup>101</sup> Sørensen (2011:261)



denne skal derfor have høje overskudsgrader, hvilket sikres gennem den lavere konkurrence. Modsat er en virksomhed i en branche med små adgangsbarrierer afhængig af høj grad af omsætningshastighed, idet overskudsgraden typisk vil være lav, som følge af stor konkurrence. I analysen af konkurrenceintensitet, blev det konstateret, at der i smykkebranchen er tale om monopolistisk konkurrence. Dette betyder, at der er en grad af præference. Derfor vil afkastningsgraden oftest opnås gennem en kombination af begge til forskel for monopol eller fuldkommen konkurrence.

Derfor er det interessant at analysere udviklingen i disse to nøgletal i perioden. Overskudsgraden (OG) opgøres, som forholdet mellem driftsoverskuddet efter skat (DO) og omsætningen. Med andre ord, hvor meget driftsoverskud efter skat opnås der af omsætningen i procent.

Nedenstående tabel viser udviklingen i overskudsgraden for Pandora i perioden 2009-2013

	2013	2012	2011	2010	2009
OG	19,2 %	20,4 %	28,5 %	40,0 %	35,4 %

Tabel 12<sup>102</sup>

Udviklingen i Pandoras overskudsgrad er siden 2010 faldet, hvilket er en smule anderledes end hvad der var tilfældet for afkastningsgraden, som faldt fra 2010 til 2012, men steg i 2013. Der ses en negativ udvikling i overskudsgraden, som er halveret fra 2010 til 2013. Dermed kan en del af udviklingen i afkastningsgraden forklares gennem en faldende overskudsgraden, men den positive udvikling i afkastningsgraden i 2013 er ikke dækket heraf.

Pandora har i samme periode oplevet kraftig vækst i omsætningen. Således er omsætningen i perioden 2010 til 2013 gået fra kr. 6,6 mio. til 9 mio. Med udviklingen i overskudsgraden, kan det tyde på at virksomheden er gået på kompromis med overskudsgraden. Det kan dog ikke forklares ved dette, da Pandora i perioden fra 2010 til 2012 oplevede nulvækst i omsætningen. I denne periode faldt overskudsgraden nemlig fra omkring 40 % til 20 %, svarende til at overskudsgraden blev halveret. Det var alene i 2013, man har oplevet den voldsomme vækst og overskudsgraden fra 2012 til 2013 er alene faldet med omkring 1 %-point til 19 %. Derfor må der ses på de ikke finansielle værdidrivere for at forklare denne udvikling.

<sup>102</sup> Bilag 7

I 2011 oplevede Pandora en turbulent periode, hvor strategien om mere eksklusive produkter og prisstigninger i daværende sortiment slog fejl. Som bestyrelsesformanden udtalte skubbede man kernekunderne bort og dette forhold ramte væksten. Andre forhold kan ligeledes spille ind i udviklingen og dette vil blive analyseret i den efterfølgende dekomponering. Forrentningen af overskudsgraden tyder på en kapitaltung virksomhed, hvor afkastet skal skabes gennem en solid overskudsgrad. Dog tyder den faldende overskudsgrad på større konkurrence, hvilket derfor skal opvejes gennem omsætningshastigheden.

Udviklingen i aktivernes omsætningshastighed (AOH) er som omtalt ovenfor den anden faktor, som har indflydelse på udviklingen i forrentningen af den investerede kapital (ROIC). Aktivernes omsætningshastighed måler, hvor mange gange nettodriftsaktiverne bliver omsat. En virksomhed med lav overskudsgrad, f.eks. som følge af stor konkurrence, kan højne afkastningsgraden gennem højere omsætningshastighed.

For at analysere dette nærmere er det interessant at beregne og analysere udviklingen i aktivernes omsætningshastighed for Pandora. Aktivernes omsætningshastighed opgøres på nettoomsættningens andel af de gennemsnitlige nettodriftsaktiver<sup>103</sup>. Nedenstående tabel viser udviklingen i aktivernes omsætningshastighed for Pandora i perioden 2009 til 2013.

	2013	2012	2011	2010	2009
AOH	1,55	1,16	1,21	1,45	0,91

Tabel 13<sup>104</sup>

Aktivernes omsætningshastighed har i lighed med overskudsgraden og afkastningsgraden udviklet sig negativt i perioden 2010 til 2012. Udviklingen i afkastningsgraden skyldes således både udviklingen i overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. For aktivernes omsætningshastighed er der dog en væsentlig forskel sammenlignet med overskudsgraden når der ses på 2013. Den stigende afkastningsgrad skyldes alene en positiv udvikling i aktivernes omsætningshastighed. Dette hænger sammen med den realiserede vækst, som ikke har afspejlet sig i væsentlig større netto driftsaktiver.

Med dette tegner der sig et billede af en virksomhed, der ved fremtidig vækst vil kunne opnå høj omsætningshastighed, idet den forhøjede omsætning ikke i samme grad kræver større netto driftsaktiver,

<sup>103</sup> Sørensen (2011:15)

<sup>104</sup> Bilag 7

mens overskudsgraden vil være under pres. Dette viser tegn på en større konkurrence, hvilket også giver mening. Pandora er nødt til at konkurrerer om ekstra vækst på mange markeder, idet Pandora på en række markeder er veletableret. Det giver ligeledes mening, at omsætningshastigheden stiger, idet Pandora oplever vækst organisk. Væksten sker ikke ved opkøb, som resulterer i forhøjede netto driftsaktiver.

Med udgangspunkt i ovenstående analyse af den overordnede overskudsgrad og omsætningshastighed, kan det foreløbig konkluderes, at udviklingen i afkastningsgraden for Pandora skyldes såvel udviklingen i overskudsgraden, som aktivernes omsætningshastighed i perioden 2009 til 2012. I 2013 er det dog alene udviklingen i aktivernes omsætningshastighed, som resulterer i den stigende afkastningsgrad. Det er dog relevant at dekomponere de to nøgletal yderligere for at finde de bagvedliggende forklaringer til den faldende overskudsgrad og udviklingen i omsætningshastigheden.

#### **6.2.4 Dekomponeret til niveau 3**

Overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed var, som det fremgår af ovenstående afsnit, begge medvirkende til det faldende afkast af den investerede kapital i perioden 2010 til 2012. Til gengæld var det alene stigningen i aktivernes omsætningshastighed, der har medvirket til den stigende afkastningsgrad i 2013. Overskudsgraden kan dekomponeres i overskud fra salg og overskud fra andre poster, hvilket giver et overblik over, hvor overskudsgraden er svækket. Overskudsgraden fra salg viser overskudsgraden af virksomhedens primære drift. Denne værdidriver er dermed den primære faktor til at forrente virksomhedens drift på lang sigt. Overskudsgraden fra andre poster er derimod poster, som ikke relateres til den primære drift.

Nedenstående tabel viser udviklingen i overskudsgraden fra henholdsvis salg og andre poster.

	2013	2012	2011	2010	2009
OG fra salg	24,1 %	18,0 %	27,1 %	29,9 %	34,1 %
OG fra andre poster	-5,0 %	2,4 %	1,4 %	10,1 %	1,3 %

Tabel 14<sup>105</sup>

Overskudsgraden var som det fremgik af tidligere afsnit stigende fra 2009 til 2010, mens den fra 2010 var konstant faldende. Opdelingen af overskudsgraden i salg og andre poster giver dog et andet billede af udviklingen. Overskudsgraden fra salg, hvilket er selskabets primære aktivitet, har været faldende fra 2009 til 2012. Stigningen som fremgik af den samlede overskudsgrad i 2010 var alene opstået som følge af stort

<sup>105</sup> Bilag 7

overskud fra andre poster, som ikke er direkte relateret til virksomhedens salg. Der har således været et konstant fald i overskudsgraden fra den primære aktivitet siden 2009. I alt er overskudsgraden fra salg faldet med 16 % -point i perioden 2009 til 2012, svarende til omkring en halvering. Interessant er det ligeledes med udviklingen i 2013, for på trods af kraftig vækst har virksomheden formået at hæve overskudsgraden fra den primære aktivitet. Hvad der så ud til et fald i den tidligere analyse af overskudsgraden totalt, viser dekomponeringen en stigning i overskudsgraden fra salg på 6 % -point fra 2012 til 2013. Årsagen til den faldende overskudsgrad i 2013, er således alene på baggrund af en negativ udvikling i andre poster, hvilket er positivt, idet dette ikke er en del af den primære aktivitet, og dermed langsigtede indtjening.

For at forklare baggrunden for udviklingen i overskudsgraden fra salg, kan denne opdeles yderligere, således at hver enkelt omkostning fra salget, måles op i forhold til omsætningen. Dette er foretaget i nedenstående tabel.

<b>Overskudsgradsdrivere (%)</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Nettoomsætning (efter rabat)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Vareforbrug	-33,4 %	-33,4 %	-27,0 %	-29,1 %	-31,0 %
Gevinst og tab fra råvarekontrakter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %
Salgs- og distributionsomkostninger	-26,6 %	-31,3 %	-30,8 %	-26,0 %	-21,5 %
Administrationsomkostninger	-10,2 %	-13,1 %	-11,3 %	-8,6 %	-8,8 %
Skatteomkostninger	-5,6 %	-4,2 %	-3,8 %	-6,3 %	-7,0 %
<b>OG salg (efter skat)</b>	<b>24,1 %</b>	<b>18,0 %</b>	<b>27,1 %</b>	<b>29,9 %</b>	<b>34,1 %</b>

Tabel 15<sup>106</sup>

Med baggrund i ovenstående tabel, kan udviklingen i overskudsgraden fra salg analyseres dybere. Som tidligere nævnt faldt overskudsgraden fra salg i perioden 2009 til 2012. Det fremgår, at udviklingen hovedsageligt skyldes udviklingen i omkostningerne relateret til salg og distribution, samt administration. Salgs- og distributionsomkostningernes andel af omsætningen er steget med 10 % -point i perioden 2009 til 2012, mens administrationsomkostningernes andel er steget med godt 4 % -point. Ligeledes har Pandora oplevet en mindre stigning i vareforbrugsomkostningerne. Stigningen i Pandoras salgs- og distributionsomkostninger i perioden 2011 og 2012, hænger sammen med den øgede fokus, på at genvinde væksten efter fejlstrategien, som blev identificeret i analysen af de ikke finansielle værdidrivere. Ligeledes er disse steget i forhold til omsætningen, idet omsætningen i perioden 2010 til 2012 har været den samme, mens Pandora i samme periode har foretaget investeringer for at erobre nye markeder. Administrationsomkostningernes stigning hænger højst sandsynligt sammen med opbygning af en solid

<sup>106</sup> Bilag 7

koncern, idet koncernens opbygning har været bagud i vækstårene frem til 2010. At denne i 2012 udgør 13 % kan hænge sammen med forventning om større aktivitet, hvortil man har forsøgt at opbygge i 2012.

I 2013 blev overskudsgraden fra salg vendt til en positiv udvikling efter 3 års fald. Stigningen hænger sammen med mindre andel af omkostninger til salg og distribution, samt administration set i forhold til omsætningen. Begge omkostningsgrupper er steget i kr. i 2013. Set i forhold til udviklingen i omsætningen er der anvendt forholdsmæssig færre omkostninger til disse to parametre, hvilket har resulteret i en stigende overskudsgrad. En forholdsmæssig besparelse i administrationsomkostninger tegner til fokus på omkostningstilpasning, mens et forholdsmæssigt fald i salgs- og distributionsomkostninger kan få indflydelse på den fremtidige vækst. Dog er faldet kun svarende til, at Pandora er tilbage på 2010 niveau. 2011 og 2012 niveauet må derfor betragtes som højt, idet man ikke oplevede vækst i omsætningen på trods af den stigende markedsføring, som man var nødsaget til, som følge af den fejlagtige strategi.

Overskudsgraden fra andet, var som det fremgik af opdelingen af, udslagsgivende for den faldende overskudsgrad i 2013. Ligeledes havde denne haft stor indflydelse på overskudsgraden stigning i 2010. Derfor er det interessant at undersøge, hvad årsagen er hertil. Nedenfor fremgår en dekomponeret oversigt over overskud fra andet.

<b>Overskudsgradsdrivere (%)</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Kursdifferencer ved omregning af udenlandske dattervirksomheder	-3,9 %	-1,0 %	3,7 %	5,6 %	1,3 %
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-1,1 %	3,1 %	-8,3 %	4,5 %	0,0 %
Skat herpå over egenkapitalen	0,1 %	-0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %
Regulering af hensættelse CWE earn-out	0,0 %	0,8 %	7,7 %	0,0 %	0,0 %
Skat af andet driftoverskud	0,0 %	-0,2 %	-1,9 %	0,0 %	0,0 %
<b>OG andre poster (efter skat)</b>	<b>-5,0 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>1,3 %</b>

Tabel 16<sup>107</sup>

Udviklingen i overskudsgraden fra andre poster stammer hovedsageligt fra udviklingen i kursdifferencer ved omregning af udenlandske dattervirksomheder, samt værdireguleringer af sikringsinstrumenter. Poster der ikke er direkte relateret til salg og som i perioden 2009 til 2013 samlet har meget minimal indflydelse. Posterne har dog væsentlig indflydelse i enkelte år, hvilket gør sig gældende i 2010 og 2013. I 2010 er overskudsgraden positivt påvirket af disse to poster med 10 %. Det er afgørende at være opmærksom på dette ved senere budgettering, idet den samlede overskudsgrad i 2010, derfor ikke kan forventes at opnås permanent i efterfølgende år. I 2011 påvirkede disse to poster modsat negativt med netto omkring 4,5 % -

<sup>107</sup> Bilag 7

point, men opvejes af en regulering af CWE- earn-out hensættelsen. Denne regulering vedrører hovedsageligt forpligtelsen til Jesper "Kasi" Nielsen, som i årene 2011 og 2012 blev nedskrevet til kr. 0<sup>108</sup>.

Ligeledes er 2013 påvirket af udviklingen i kursdifferencer ved omregning af udenlandske dattervirksomheder, samt værdireguleringer af sikringsinstrumenter med væsentlig indflydelse. Således medvirker disse to poster i 2013 til et fald i overskudsgraden på 5 %-point, hvilket var årsagsforklarende til den faldende overskudsgrad fra 2012 til 2013. Det er derfor ligeledes afgørende ved budgetteringen, at være opmærksom på, at dette ikke er fast relateret til salget. Denne post vil være svingende fra år til år. Den overordnede overskudsgrad i 2013, skal derfor ikke anvendes i den fremtidige budgettering. Dette ville nemlig medvirke til, at der budgetteres med store påvirkninger fra disse poster i negativ retning, hvilket ikke er retvisende når der ses samlet på femårsperioden.

Ud over overskudsgraden, havde udviklingen i aktivernes omsætningshastighed ligeledes haft indflydelse på udviklingen i afkastningsgraden. Denne er ligeledes interessant at analysere dybdegående, hvilket foretages ved opdeling i underliggende drivere, som fremgår af nedenstående tabel. De underliggende drivere er opgjort i hvor meget der er bundet i det enkelte driftsaktiv, for at generere en kroners omsætning<sup>109</sup>.

<b>AOH-drivere (1/AOH)</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Immaterielle anlægsaktiver	0,505	0,674	0,673	0,602	1,021
Materielle anlægsaktiver	0,054	0,068	0,060	0,044	0,059
Varebeholdninger	0,156	0,220	0,217	0,128	0,125
Tilgodehavender fra salg	0,102	0,138	0,130	0,109	0,180
Andre driftsaktiver	0,108	0,099	0,093	0,072	0,056
<b>DA</b>	<b>0,925</b>	<b>1,199</b>	<b>1,173</b>	<b>0,955</b>	<b>1,441</b>
Hensættelser	-0,054	-0,057	-0,068	-0,051	-0,019
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-0,042	-0,038	-0,040	-0,026	-0,031
Andre driftsforpligtelser	-0,185	-0,242	-0,236	-0,187	-0,296
<b>(1/AOH)</b>	<b>0,644</b>	<b>0,862</b>	<b>0,829</b>	<b>0,691</b>	<b>1,095</b>

Tabel 17<sup>110</sup>

Årsagen til den positive udvikling i aktivernes omsætningshastighed i perioden 2009 til 2013. Det fremgik af tidligere opgørelse, at aktivernes omsætningshastighed var steget fra 0,91 til 1,55, svarende til en binding af driftsaktiver, der var faldet fra 1,09 til 0,64 pr. omsætningskrone. Immaterielle anlægsaktiver er den væsentligste årsagsforklaring til udviklingen i omsætningshastigheden. Pandora bandt 1,02 kr. i

<sup>108</sup> TV2 Finans (3)

<sup>109</sup> Sørensen (2011:268)

<sup>110</sup> Bilag 7

immaterielle anlægsaktiver for hver en kroners omsætning i 2009, hvilket med andre ord betød at Pandora ikke formåede at omsætte de immaterielle anlægsaktiver en gang i 2009. Selskabets store vækst i henholdsvis 2010 og 2013 har dog medvirket til, at der i 2013 kun bindes 0,51 kr. for hver omsætningskrone. Selskabet formår derfor i 2013 næsten at omsætte deres immaterielle anlægsaktiver to gange. De immaterielle anlægsaktiver er i samme periode steget, hvilket betyder, at eneste årsag til denne udvikling er væksten i omsætningen.

Interessant er det, at bemærke, at Pandora allerede i 2010, havde formået at hæve aktivernes omsætningshastighed til lige knap niveauet i 2013. Væsentligste årsager til dette var nedbringelse af bindingen på immaterielle anlægsaktiver og tilgodehavender fra salg. Dette skyldtes, som det var tilfældet i 2013 væksten i omsætningen fra 2009 til 2010. I 2011 og 2012 faldt aktivernes omsætningshastighed dog igen, hvilket skyldtes den udeblevne omsætningsvækst, mens bindingen i varebeholdning og immaterielle anlæg steg. Stigningen i varebeholdningen hænger sammen med udviklingen i omsætning, som var uden vækst i 2011 og 2012. Pandora etablerede endvidere i slutningen af 2011 et ombytningsprogram af varer der ikke var omsættelige. Dette kan forklare udviklingen i den stigende grad af binding i varebeholdning i denne periode. Pandora havde således produceret varer på lager, som ikke blev omsat.

### **6.3. Delkonklusion**

På baggrund af analysen af de finansielle værdidrivere, kan følgende konkluderes. Pandora har i de seneste fem år oplevet et markant fald i egenkapitalforrentningen. Forrentningen er faldet fra 70 % til 28 %. På trods af dette har Pandora oplevet stigning i egenkapitalforrentningen i perioden 2009 til 2010 og 2012 til 2013. Årsagen til faldet, skal findes i såvel driftsaktiviteten, som finansieringsaktiviteten.

Finansieringsaktiviteten var en afgørende faktor til den høje egenkapitalforrentning i 2009 og 2010. En større del af driften var finansieret med fremmedkapital og forskellen mellem forrentningen af driftsaktiviteten og lånerenten, gav en fordelagtig forrentning. Pandora har i årene med solidt overskud opbygget egenkapitalen, således at fremmedfinansieringen efter 2010 har været meget minimal. Derfor har Pandora siden 2010 ikke opnået forrentning fra finansieringsaktiviteten i væsentlig grad, på trods af et fordelagtigt spread mellem forrentningen af driftsaktiviteten og lånerenten. Dette gør dog ligeledes Pandora mindre risikofyldt mod nedtur i forrentningen fra driftsaktiviteten. Ligeledes er hovedparten af Pandoras aktiver placeret i immaterielle anlæg, hvorved lånefinansiering af dette er forbundet med væsentlige risici, for såvel Pandora som udlåner.

Driftsaktiviteten har også haft indflydelse på den faldende egenkapitalforrentning. Denne var ligeledes stigende fra 2009 til 2010 og 2012 til 2013, men faldet i de øvrige år. Hvor egenkapitalforrentningen var faldet markant over de fem år, er det dog interessant, at afkastningsgraden fra 2009 til 2013 kun er faldet med omkring 3 % - point. Ved dekomponeringen ses der klare tendenser til et marked med mere konkurrence. Overskudsgraden er faldende fra 2010 til 2013, mens omsætningshastigheden samlet stiger markant, på trods af fald i 2011 og 2012. Overskudsgraden viser dog ved en nærmere analyse, at denne i enkelte perioder er påvirket af poster, som ikke er direkte relateret til salget. Ved den nærmere analyse fremgår det, at overskudsgraden fra salg, har været faldende fra 2009 til 2012, mens der er oplevet en stigning i 2013. I 2013 er omkostningerne til salg og marketing, samt administration, som andel af omsætningen nedbragt. Dette hænger sammen med den stigende omsætning, som udeblev i 2011 og 2012. Aktivernes omsætningshastighed har til gengæld som nævnt været stigende fra 2009 til 2013. Dette på trods af fald i både 2011 og 2012. Den stigende omsætningshastighed skal ses i sammenhæng med væksten i omsætningen. Væksten i omsætningen er opnået gennem organisk vækst. Der er således ikke foretaget opkøb, som ville resultere i aktivering af driftsaktiver. Derfor udgør driftsaktiverne en fortsat mindre del af omsætningen i takt med væksten i omsætningen.

## 7. Værdiansættelse

### 7.1. Valg af værdiansættelsesmodel

Til brug for værdiansættelse af virksomheder, findes der en række værdiansættelsesmodeller. Overordnet kan modellerne til brug for værdiansættelse opdeles i to former, henholdsvis de relative og de absolutte modeller.

Relative modeller er kendetegnet ved ikke at involvere budgettering. Værdiansættelsen foretages ud fra prismultiple, herunder P/E (pris over nettooverskud) og P/B (pris over bogført værdi) og gør derfor meget begrænset brug af tilgængelig information. Værdiansættelsen ved prismultiple foretages ved at beregne de enkelte multiple og sammenholde disse med sammenlignelige virksomheder, enten i form af f.eks. branche eller risiko. En sammenholdelse af multiple med andre virksomheder giver dog ingen værdiansættelse uafhængig af markedspriser. Derfor vil en værdiansættelse ud fra prismultiple medføre, at værdien ansættes på baggrund af øvrige virksomheders værdiansættelse i markedet uanset om disse er værdiansat korrekt. Dette medfører ligeledes at værdiansættelsen bliver cirkulær, fordi øvrige sammenlignelige virksomheders værdi er beregnet på baggrund af den valgte virksomhed<sup>111</sup>.

---

<sup>111</sup> Sørensen (2011:25-34)



Absolutte modeller er langt mere omfangsrige. Modsat relative modeller gør absolutte modeller brug af budgettering, som baggrund for en værdiansættelse. Absolutte modeller indebærer, at der skal indhentes en række informationer til brug for budgetteringen og værdiansættelsen, hvilket medfører en stor grad af analysearbejde. Med baggrund i den foretagne analyse og efterfølgende budgettering, er det muligt at foretage en værdiansættelse ud fra de absolutte modeller. Denne værdiansættelse er ikke afhængig af, at sammenlignelige virksomheder er korrekt værdiansat. Øvrige forhold i form af usikkerhed ved at sammenligne virksomheder, med hver sine specielle særtegn<sup>112</sup> undgås ligeledes.

Med baggrund i ovenstående, bliver der i denne opgave gjort brug af værdiansættelse ud fra de absolutte modeller. Dette er valgt for at opnå en værdiansættelse uafhængigt af øvrige markedspriser. Ligeledes er dette foretaget, for at tilgængelige oplysninger medtages i værdiansættelsen, ved hjælp af tidligere foretagne analyse af ikke finansielle og finansielle værdidrivere.

Den absolutte model opdeler værdiansættelsesmodellerne i to typer. Der er tale om de direkte og indirekte modeller. Modellerne efter den absolutte model fremgår af nedenstående figur.

	Direkte modeller Egenkapitalværdi vurderet direkte som $V_0^E$	Indirekte modeller Egenkapitalværdi vurderet indirekte som $V_0^E = V_0^{NDA} - NFF_0$
Dividende	$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+k_e)^t} + \frac{d_{T+1}}{(k_e - g)(1+k_e)^T}$	
Cash flow	$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(k_e - g)(1+k_e)^T}$	$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc - g)(1+wacc)^T} - NFF_0$
Residualindkomst	$V_0^E = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+k_e)^t} + \frac{RI_{T+1}}{(k_e - g)(1+k_e)^T}$ hvor $RI_t = NO_t - k_e EK_{t-1}$	$V_0^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+wacc)^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(wacc - g)(1+wacc)^T} - NFF_0$ hvor $RIDO_t = DO_t - wacc NDA_{t-1}$

Figur 18<sup>113</sup>

<sup>112</sup> Sørensen (2011:25-35)

<sup>113</sup> Sørensen (2011:36)

Forskellen mellem de direkte og indirekte modeller er værdien, som bliver beregnet. Hvor man i den direkte model beregner egenkapitalværdien, beregner man i de indirekte modeller virksomhedsværdien. De indirekte modeller måler dermed kapitalværdien af virksomhedens drift, uanset hvordan denne er finansieret. Fordringshaverne til denne er derfor både ejere og långivere. Driftsaktiviteten anses ved de indirekte modeller, som den eneste værdidriver, og der ses således bort fra finansieringsaktiviteten, som værdidriver. Det vurderes, at denne aktivitet ikke vil forøge egenkapitalværdien når tages højde for kapitalomkostningerne<sup>114</sup>. De indirekte modeller tilbagediskonteres herefter med et vejet gennemsnit af kapitalomkostningerne. De direkte modeller beregner alene aktionærernes fordringer i virksomheden, og tager ikke udgangspunkt i driftsaktiviteten, som eneste langsigtede værdidriver. På baggrund af dette foretages værdiansættelsen ud fra de indirekte værdiansættelsesmodeller.

Der findes to indirekte værdiansættelsesmodeller, henholdsvis cash flow- modellen og residualindkomstmodellen. Cash flow-modellen tager sit udgangspunkt i det frie Cash-flow, som tilbagediskonteres med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). Det frie Cash flow beregnes på baggrund af pengestrømmene fra driftsaktiviteten fratrukket pengestrømmene fra investeringsaktiviteten. Der er dermed tale om, at det realiserede driftsoverskud fratrækkes ændringen i nettodriftsaktiverne, hvilket giver det frie Cash-flow, som tilbagediskonteres<sup>115</sup>. Herefter opnås virksomhedsværdien, som fratrækkes netto finansielle forpligtelser for at nå frem til egenkapitalværdien. Ved værdiansættelse ud fra residualindkomstmodellen foretages værdiansættelsen med udgangspunkt i de bogførte værdier af nettoaktiverne og den investerede kapital.

Residualindkomstmodellen og cash flow-modellen kommer begge frem til samme resultat, som følge af de indre sammenhænge mellem resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse<sup>116</sup>. Hvor residualindkomstmodellen bygger på bogførte værdier, tager cash flow- modellen alene udgangspunkt i fremtidige pengestrømme. Da Pandoras balance indeholder en række immaterielle anlæg og optagelsen af dem alene er afhængig af reglerne for optagelse af immaterielle anlæg, vurderes den optagede værdi af anlæggene ikke til at være retvisende<sup>117</sup>. Ifølge denne gælder det, at egne oparbejdede immaterielle aktiver ikke kan aktiveres. Dermed vurderes det ikke at balancen afspejler værdien af virksomheden. På baggrund af dette, vil værdiansættelsen blive foretaget på baggrund af cash flow modellen.

---

<sup>114</sup> Sørensen (2011:35-38)

<sup>115</sup> Sørensen (2011:37)

<sup>116</sup> Sørensen (2011: 43-44)

<sup>117</sup> PwC håndbogen (2014:109)

## **7.2. Budgettering**

Med baggrund i den valgte værdiansættelsesmodel foretages der en budgettering af fremtiden for Pandora. Budgettering udarbejdes med udgangspunkt i den foretagne analyse af de ikke finansielle og finansielle værdidrivere, som danner grundlaget for dannelsen af proforma regnskaber. Budgetteringen foretages over en femårig periode, med en efterfølgende fast terminalperiode. Dette er vurderet mest hensigtsmæssigt, idet usikkerhederne forbundet med budgettering bliver højere i takt med antal år der budgetteres.

### **7.2.1 Budgettering af nettoomsætningen**

Pandora opdeler deres omsætning på tre markedsområder, hhv. Nord- og Sydamerika, Europa samt Asien og Stillehavsområdet. Idet der er væsentlige forskelle i de tre markeder er budgetteringen opdelt i to budgetteringer af disse områder. Nord- og Sydamerika og Europa vurderes som markeder med meget ens karakteristika. Begge markeder har større veludviklede markeder, hvor Pandora vil være presset i kampen om vækst. Der er dog fortsat i begge områder lande, hvor Pandora fortsat kan opnå solid vækst, idet Pandora ikke er særlig udbredt i disse markeder. Modsat er Asien og Stillehavsområdet markant anderledes sammensat. Dette marked er præget af mange ikke udviklede områder, hvor Pandora med den rette indtrængning og markedsføring kan opnå kraftig vækst.

Den fremtidige omsætningsudvikling er endvidere afhængig af fortsat efterspørgsel efter produktet Charms, idet langt størstedelen af omsætningen stammer fra dette produkt. Med den nye kollektion og øget fokus på udvikling af nye produkter, må det dog forventes, at dette kan opveje eventuel faldende interesse for det nuværende hovedprodukt.

### **7.2.2 Budgettering af Nord- og Sydamerika og Europa**

Nord- og Sydamerika og Europa står for hovedparten af Pandoras omsætning. Knap 90 % af omsætningen globalt stammer fra disse to områder. Nedenfor fremgår en tabel over omsætningsfordelingen i området.

<b>Omsætningsudviklingen i Nord- og Sydamerika og Europa</b>					
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Total omsætning i Nord- og Sydamerika og Europa samlet</b>					
Omsætning	2.765	5.773	5.767	5.854	7.916
Procentmæssig ændring		109 %	0 %	2 %	35 %
<b>Nord- og Sydamerika</b>					
Total Nettoomsætning	1.558	2.914	3.144	3.312	4.156
Procentmæssig ændring		87 %	8 %	5 %	25 %
<b>Fordelingen i Nord- og Sydamerika</b>					
USA	1.459	2.518	2.537	2.579	3.201
Procentmæssig ændring		73 %	1 %	2 %	24 %
Øvrige	99	396	607	733	955
Procentmæssig ændring		300 %	53 %	21 %	30 %
<b>Europa</b>					
Nettoomsætning	1.207	2.859	2.623	2.542	3.760
Procentmæssig ændring		137 %	-8 %	-3 %	48 %
<b>Fordelingen i Europa</b>					
Storbritannien	472	995	951	869	1.158
Procentmæssig ændring		111 %	-4 %	-9 %	33 %
Tyskland	348	679	638	469	544
Procentmæssig ændring		95 %	-6 %	-26 %	16 %
Øvrige	387	1.185	1.034	1.204	2.058
Procentmæssig ændring		206 %	-13 %	16 %	71 %

Tabel 19<sup>118</sup> – egen tilvirkning

Udviklingen i omsætningen har været svingende over de seneste fem år. Mens Pandora har oplevet kraftig vækst i 2010 og 2013, har 2011 og 2012 budt på nulvækst. Pandoras kraftige vækst i 2013 hænger sammen med udviklingen i 2011 og 2012. Et forfejlet strategiskifte, medvirkede til at Pandora med stigende priser på produkter og nye eksklusive produkter flyttede sig fra kernekunderne til et dyrere segment. Dette har Pandora gennem 2012 og 2013 rettet op på og derfor er stigningen i omsætningen i 2013 ikke et billede for, hvordan omsætningen vil udvikle sig i fremtiden.

I Nord- og Sydamerika stammer hovedparten af omsætningen fra USA, som også er Pandoras største marked globalt. Da USA udgør så stor en del af afsætningen på det Nord- og Sydamerikanske marked, er det reelt dette marked der er afgørende for Pandoras fremtidige performance i dette område. Selv stor vækst i andre lande, vil have begrænset indflydelse, idet det resterende marked totalt udgør under 1/4 af den samlede Nord- og Sydamerikanske afsætning. Væksten i USA ligger under den globale vækst for Pandora i 2013. Endvidere må det forventes, at væksten i USA er kraftig positivt påvirket af strategiændringen, som tidligere omtalt. Da Pandora er solidt placeret på dette marked, må det forventes,

<sup>118</sup> Årsrapport (2013:32) 2011:14) (2010:15)

at væksten inden for en kortere årrække vil stige i takt med markedsvæksten. Dette fordi Pandora er en væsentlig markedsaktør og derfor vil have svært ved at udvide markedet uden at vinde markedsandele.

I Europa er omsætningen mere spredt på markeder. Hovedmarkederne består af Tyskland og Storbritannien, som står for omkring 45 %. Derfor er Pandoras afsætning i Europa ikke afhængig af et marked i samme grad, som i Nord- og Sydamerika. Væksten i omsætningen har været væsentlig over den globale vækst fra Pandora, men hovedmarkederne har ikke opnået samme grad af vækst. Det skyldes, at der er opnået solid vækst fra øvrige markeder i Europa. Væksten er ligeledes positiv påvirket af strategiskiftet. Alligevel er Tyskland fortsat under niveauet fra 2010. Pandora er stærkt repræsenteret på store dele af markederne i Europa. Selv omtaler de Frankrig, Italien og Rusland, som vækstmarkeder. Dette skyldes Pandoras begrænsede tilstedeværelse på markederne. Rusland er som tidligere omtalt et usikkert marked, som følge af de politiske uroligheder mellem EU og USA på den ene side og Rusland på den anden.

På baggrund af ovenstående, må det forventes at Pandora kortsigtet kan opnå en vækst på dette marked over markedsvæksten. Væksten skal komme via udvidelse på nye markeder, samt fortsat vækst fra strategiændringen. Inden for en kortere årrække, må det dog forventes, at væksten vil nærme sig markedsvæksten, idet Pandoras stærke markedstilstedeværelse vil begrænse muligheden for vækst uden erobring af markedsandele. Der vil ligeledes komme nye konkurrenter, hvorved væksten forventes at falde til markedsvæksten.

På baggrund af ovenstående er der taget udgangspunkt i følgende vækstrater for Pandora i budgetperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalperiode
Omsætningsvækst	14 %	8 %	5 %	3 %	3 %	2 %

Tabel 20

### 7.2.3 Budgettering af Asien og Stillehavsområdet

Asien og Stillehavsområdet står for den resterende del af omsætningen. Dette svarer til godt 10 %. Nedenstående tabel viser udviklingen i omsætningen fra dette markedsområde.

<b>Omsætningsudvikling i Asien og Stillehavsområdet</b>					
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Nettoomsætning	696	893	891	798	1.094
Procentmæssig ændring		28 %	0 %	-10 %	37 %
<b>Fordelingen i Asien og Stillehavsområdet</b>					
Australien	649	786	656	618	681
Procentmæssig ændring		21 %	-17 %	-6 %	10 %
Øvrige	47	107	235	180	413
Procentmæssig ændring		128 %	120 %	-23 %	129 %

Tabel 21<sup>119</sup>

Asien og Stillehavsområdet er for Pandora kendetegnet ved et stort marked, i form af Australien, hvor selskabet er solidt repræsenteret, idet Pandora har haft aktivitet i Australien siden 2004. Resterende del af markedet vokser kraftigt og bortset fra i 2012 har selskabet i de øvrige år fra 2009 til 2013 oplevet vækst på over 100 %.

Australien viser samme tendenser som hovedmarkederne i Nord- og Sydamerika, samt Europa. I Australien har Pandora haft en omsætningsfremgang i 2013 på 10 %, hvilket er markant under Pandoras globale vækst. Dette på trods af strategiskiftet, som også har haft indflydelse på omsætningen i Australien i 2011 og 2012, hvor omsætningen faldt på dette marked. Det må forventes, at væksten fra Australien i lighed med Nord- og Sydamerika og Europa inden for en kort årrække vil være på niveau med markedsvæksten.

Til gengæld er der store vækstmuligheder på de øvrige markeder i Asien og Stillehavsområdet. Af ovenstående fremgår det, at har Pandora oplevet vækst på over 100 % i fire af de seneste fem år. Dette område er kendetegnet ved markeder, hvor Pandoras tilstedeværelse er minimal. Der er derfor store muligheder med den rette markedsføring. Ligeledes er hovedparten af disse markeder udviklingslande, hvor væksten er markant højere end i den vestlige verden. Derfor vil en erobring af forholdsvis begrænsede markedsandele medvirke til en højere vækst, alene pga. markedsvæksten.

På baggrund af ovenstående, må der forventes en fremtidig vækst fra dette marked, som er højere end den budgetterede for Nord- og Sydamerika, samt Europa. Væksten må forventes at være høj i de kommende år. Det må dog forventes, at denne aftager i takt med, at Pandora opnår mere tilstedeværelse i markedet, da dette vil medføre forhøjet konkurrence. Derfor tages der udgangspunkt i nedenstående omsætningsudvikling for Asien og Stillehavsområdet.

<sup>119</sup> Årsrapport (2013:32) 2011:14) (2010:15)

	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalperiode
Omsætningsvækst	20 %	15 %	15 %	10 %	10 %	7 %

Tabel 22

#### 7.2.4 Budgettering af omkostninger

Omkostningerne budgetteres som andelen af den totale nettoomsætning. Fastlæggelsen foretages med baggrund i analysen af de ikke finansielle og finansielle værdidrivere.

##### 7.2.4.1 Budgettering af vareforbruget

Vareforbrugets andel af nettoomsætning i de seneste fem år blev opgjort under analysen af overskudsgraden. Andelen udviste nedenstående udvikling.

	2009	2010	2011	2012	2013
Vareforbruget	31,0 %	29,1 %	27,0 %	33,4 %	33,4 %

Tabel 23<sup>120</sup>

Der fremgår en svingende udvikling i vareforbrugets andel af nettoomsætningen jf. ovenstående tabel. Mens vareforbruget faldt i perioden 2009 til 2011, er vareforbrugets andel efterfølgende steget til et niveau, svarende til over niveauet i 2009. Vareforbruget er i overvejende grad afhængig af to faktorer. Der er prisen på råvarerne, men ligeledes er prisen for selve produktionen afgørende for vareforbrugets andel af nettoomsætningen.

Prisen på råvarerne kan primært henføres til prisen på guld og sølv. Selskabet indgår, som tidligere beskrevet kortsigtet afdækning af udviklingen i disse råvarer, men prisudviklingen ud over et år, er ikke afdækket. Prisen på materialer, herunder guld og sølv fastsættes på det globale marked. Pandora har ikke indflydelse på disse priser udover at de kan afdække kortsigtede bevægelser gennem terminskontrakter, hvilket også foretages, som omtalt tidligere i opgaven. Vareforbruget er negativt påvirket af terminskontrakterne i 2013 med omkring 3,4 % -point, som tidligere omtalt i analysen. Derfor må det forventes, at vareforbrugets andel af omsætningen er lavere i 2014, sammenlignet med 2013. En del af perioden er dog allerede afdækket med højere priser, hvorved ovenstående ikke vil slå fuldt igennem.

I budgetteringen forudsættes det, at priserne på råvarer i de første år, vil stige. Guld, og sølvpriserne er faldet og derfor må det forventes, at en del af dette indhentes over de kommende år. Efterfølgende må der

<sup>120</sup> Bilag 7

forventes en stigning i takt med inflationen og derfor med en smule lavere stigning end omsætningen. Dette som følge af forventet højere vækst i Asien og Stillehavsområdet.

Prisen for selve produktionen er ligeledes afgørende for vareforbrugets andel af omsætningen. En stor del af produktionen består af håndbearbejdning, hvilket betyder at lønomkostningerne er af afgørende betydning. Derfor har Pandora som tidligere omtalt placeret produktionen i Thailand, hvor lønomkostningerne er lave, sammenlignet med hovedparten af markederne, hvor produkterne sælges. Der er dog også større risici forbundet med dette, idet Pandora kan presses kraftigt af uroligheder i Thailand, herunder politiske og naturpåvirkning. Dette kan medvirke til øgede omkostninger til produktion, eller endda risiko for manglende produkter til efterspørgslen.

Ligeledes må det forventes, at markedsvæksten vil være højere i Thailand, sammenlignet med væksten over den kommende periode. Dette vil medføre øget lønpris fra medarbejderne i Thailand, hvilket kan være medvirkende til at sænke indtjeningen. Seneste prisforhøjelser i 2011 medvirkede til dalende efterspørgsel. Derfor vil det være begrænset, hvor meget Pandora vil kunne hæve priserne ud over den normale inflation, for ikke at miste kunder. Modsat vil Pandora for at afdække denne tendens være nødsaget til at fokusere, ligesom det er tilfældet i dag, i effektiviseringer i arbejdsgangene omkring produktionen. Det kan dog ikke forventes, at dette vil kunne afdække de stigende omkostninger, idet Pandoras fokus er håndbearbejdede smykker.

På baggrund af ovenstående må det forventes, at vareforbruget i budgetperioden vil udgøre en stigende andel af omsætning. Der vil dog være tale om en begrænset stigning, idet effektiviseringer vil afdække en del. Der er derfor budgetteret med nedenstående udvikling i vareforbrugets andel af omsætningen.

	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalperiode
Vareforbrugets andel af omsætningen	32,0 %	32,5 %	32,5 %	33,0 %	33,5 %	33,5 %

Tabel 24

#### 7.2.4.2 Budgettering af salgs- og distributionsomkostninger

Salgs- og distributionsomkostningernes andel af nettoomsætning i de seneste fem år blev ligeledes opgjort under analysen af overskudsgraden. Andelen udviste nedenstående udvikling.



	2009	2010	2011	2012	2013
Salgs- og distributionsomkostninger	21,5 %	26,0 %	30,8 %	31,3 %	26,6 %

Tabel 25<sup>121</sup>

Det var omtalt i analysen, at omkostninger til salg og distribution, set i forhold til andelen af omsætningen, havde været stigende i perioden 2009 til 2012, mens den i 2013 var faldet. Dette fremgår også af ovenstående tabel. Det fremgår, at en stor del af den samlede omsætning over årene investeres i markedsføring, idet omkring hver fjerde krone anvendes hertil.

Ved fastlæggelse af de fremtidige omkostninger til denne post, skal fokus ligeledes rettes mod analysen af de ikke finansielle værdidrivere. I analysen af de ikke finansielle værdidrivere blev produktmixet analyseret. Hovedparten af omsætningen stammede fra charms-armbåndet, hvor Pandora i 2013 introducerede en ny kollektion. Pandoras nuværende indtjening er derfor meget afhængig af dette produkt. Den nye kollektion, kræver fortsat stor fokus på investering i salg og distribution. Ligeledes er Pandora nødsaget til at investere massivt i salg og distribution for at introducere nye produkter, som kan mindske afhængigheden af Pandoras nuværende Charms. Der er her tale om ringe, som er et af Pandoras store fokusområder, men ligeledes andre kategorier af smykker.

Herudover er Pandoras største markeder, kendetegnet ved markeder med lav vækst. USA og Europa er begge kendetegnet ved veludviklede økonomier, der typisk vil opleve en mindre vækst på et par procent årligt. Endvidere er Pandora stærkt repræsenteret på disse markeder. Pandoras fremtidige vækst på disse markeder, kræver derfor erobring af markedsandele fra konkurrenter. Dette kræver investeringer. Når der samtidig tages hensyn til nye konkurrenter, vil Pandora være nødsaget til, at investere massivt i salg og distribution for at fastholde nuværende markedsandele. Alternativt har Pandora muligheden for at trænge ind på markeder, hvor de ikke er så solidt repræsenteret. Dette kræver dog ligeledes store investeringer i markedsføring, for at øge kendskabsgraden til produktet i nye markeder. På disse markeder vil der være større muligheder, for at opnå højere vækst end den normale markedsvækst. Her nævner Pandora selv Rusland, Italien og Frankrig. Herudover kan en større fokus på udvikling af markederne i Asien og Stillehavsområdet medføre større vækst. Dette er også markedet, hvor der ovenfor er budgetteret med en større vækst i budgetperioden. Da dette er forholdsvis ukendte markeder for Pandora er indtrængen på disse markeder forbundet med større risiko og større investeringer for at opnå en solid tilstedeværelse. Der er dog også store muligheder, idet f.eks. Kina er verdens største smykkemarked, og Pandora her er meget begrænset tilstedeværende.

---

<sup>121</sup> Bilag 7

De seneste år, har Pandora på visse markeder introduceret online salg, idet deres produkter egner sig godt til salg via nettet. Det må forventes, at Pandora over den kommende årrække viderefører dette til flere markeder. En større del af forbrugerens køb foretages i dag via nettet og derfor er dette nødvendigt, for at fastholde markedsandele. Onlinesalg kan dog også medvirke til at sænke markedsføringsudgifterne, idet Pandora ved brug af online markedsføring kan annoncere over for en større kundegruppe end hvad der ellers er muligt.

Det må forventes at niveauet fra 2011 og 2012 er påvirket af strategiskiftet, med back to basic, hvilket har medført forhøjede udgifter til opbygning af distribution, samt markedsføring for at få kunderne tilbage. Til gengæld må det forventes at omkostningerne hertil heller ikke vil udgøre en lavere andel af omsætningen end i 2010 og 2013, som følge af de ovenstående forhold. På baggrund af dette, budgetteres der med en fast gennemsnitlig andel af omsætningen på 26,5 % i budgetperioden.

#### 7.2.4.3 Budgettering af administrationsomkostninger

Administrationsomkostningernes andel af nettoomsætning i de seneste fem år blev ligeledes opgjort under analysen af overskudsgraden. Andelen udviste nedenstående udvikling.

	2009	2010	2011	2012	2013
Administrationsomkostninger	8,8 %	8,6 %	11,3 %	13,1 %	10,2 %

Tabel 26<sup>122</sup>

Administrationsomkostningerne steg, som omtalt under overskudsgraden, i perioden 2009 til 2012 med godt 4 % -point for efterfølgende at falde i 2013 til godt 10 % af omsætningen. Perioden frem til 2010 har været forbundet med kraftig vækst i omsætningen. En periode hvor Pandora på det administrative niveau, kan have haft svært ved at følge med i ansættelse af det nødvendige mandskab. Modsat har selskabet i 2011 og 2012 opbygget organisationen med henblik på forventet vækst efter strategiskiftet, hvorfor 2012 må forventes at være et niveau over det normale. Det må forventes, at Pandora efter 2012 har opbygget en solid international organisation, og at Pandora i 2013 har ansat ud fra behov i takt med stigningen i aktiviteten. Derfor må det forventes, at organisationen ved årets udgang er tilpas sammenholdt med aktiviteten. Det forventes på baggrund af ovenstående, at Pandoras administrationsomkostninger i fremtiden vil udgøre 10 % af omsætningen, hvilket betyder at administrationsomkostningerne i fremtiden forventes at stige i takt med væksten.

<sup>122</sup> Bilag 7

### 7.2.5 Budgettering af andet driftsoverskud

Udviklingen i posten andet driftsoverskud blev gennemgået under analysen af de finansielle værdidrivere. Denne post har i perioden 2009 til 2013 indeholdt posterne, kursdifferencer ved omregning af udenlandske virksomheder, værdireguleringer af sikringsinstrumenter og regulering af hensættelse til CWE earn-out. Posten har haft væsentlig indflydelse på overskuddet, når der ses på udviklingen for hvert enkelt år. Set over femårsperioden er indvirkningen på resultatet dog minimalt. Negativt resultatet af posterne i det ene år, opvejes af positive resultater det efterfølgende. I årene 2009 til 2013, har posterne indvirket på resultatet med netto 522 mio. Heraf stammer 422 mio. fra regulering af CWE earn-out aftalen. Der budgetteres med en nulpåvirkning fra disse poster. Det forventes, at værdireguleringer af sikringsinstrumenter og kursdifferencer ved omregning af udenlandske virksomheder, vil udligne sig selv over årene. Dermed ikke sagt, at posterne ikke år for år, kan have væsentlig indflydelse på resultatet. CWE earn-out kan få en engangspåvirkning på resultatet, idet der er uenighed omkring værdien af den kendte earn-out aftale mellem Pandora og "Kasi" Jesper. Hvor Pandora i regnskabet har opgjort en forpligtelse på kr. 0, mener "Kasi" Jesper at have et tilgodehavende på over 600 mio.<sup>123</sup> Der ses bort fra denne eventuelle forpligtelse i budgetteringen, idet "Kasi" Jesper ikke har set tal, siden udtræden. Pandora har adgang til tallene og ifølge revisionen er der præsenteret et retvisende regnskab uden væsentlig fejlinformation. Endvidere vil en engangsudgift til dette have en begrænset indvirkning på den totale værdi af Pandora.

### 7.2.6 Budgettering af skat

Skattesatsen er budgetteret med udgangspunkt i skattesatsen for Danmark, da Pandora har hovedsædet placeret i Danmark. Skattesatsen vil i den kommende årrække blive nedsat og derfor er dette indarbejdet i budgetteringen. Derfor vil 2014 budgetteres med 24,5 %, 2015 budgetteres med 23,5 %, mens 2016 og fremefter budgetteres med 22 %<sup>124</sup>. Baggrunden for denne skattesats er, at der ikke budgetteres med større ikke skattepligtige indtægter og udgifter. Da Pandora er placeret globalt og registreret med fast driftssted i adskillige lande er Pandoras skatteprocent ligeledes påvirket af dette. Det vurderes at forskellen mellem den danske og den samlede internationale skatteprocent er uvæsentlig efter nedsættelsen i den kommende årrække. Derfor er det vurderet at være mest retvisende, at budgettere ud fra den danske skattesats.

---

<sup>123</sup> TV2 Finans (3)

<sup>124</sup> BDO (1)

### 7.2.7 Budgettering af netto arbejdskapital

Arbejdskapitalen vedrører kapitalen, der bindes som andel af omsætningen, direkte relateret til salget. Der er derfor tale om bindingen i lager, debitorer, andre driftsaktiver, samt finansiering via kreditorer mv. Bindingen i netto arbejdskapitalen har udviklet som følger.

	2009	2010	2011	2012	2013
Netto arbejdskapital	-0,01	0,03	0,07	0,09	0,06

Tabel 27<sup>125</sup>

Bindingen i arbejdskapital for at drive selskabet er meget begrænset. Ovenstående tal svarer i beløb op til omkring 700 mio., der har været bundet i årrækken. Lavest mulig grad af binding sikrer størst værdi. Derfor vil Pandoras fokus naturligt være på nedbringelse af andelen. Pandoras binding i debitorer er faldet markant, som det fremgik af analysen af aktivernes omsætningshastighed under finansielle værdirivere. Beløbsmæssigt er debitorerne meget lave i 2013, sammenlignet med tidligere år. Det kan ikke forventes, at Pandora kan fastholde dette lave niveau i den kommende årrække. Samlet forventes det, at Pandora fastholder den nuværende andel af netto arbejdskapital på 6 % af omsætningen.

### 7.2.8 Budgettering af anlægskapital

Anlægskapitalen har de senere år udviklet sig, som det kan ses i nedenstående tabel.

	2009	2010	2011	2012	2013
Anlægskapital	1,10	0,66	0,76	0,77	0,58

Tabel 28<sup>126</sup>

For Pandoras vedkommende vedrører anlægskapitalen hovedsageligt immaterielle anlægsaktiver i form af goodwill, brand og distributionsrettigheder. Det fremgår af ovenstående tabel, at pengebindingen i anlægskapitalen er faldende. Dette skyldes, væksten i omsætningen i 2010 og 2013, hvor denne hovedsageligt stammer fra organisk vækst og mindre grad af opkøb mv. Da egen opbygget brand, goodwill mv. ikke aktiveres har dette medvirket til faldende anlægskapital bundet pr. omsætningskrone<sup>127</sup>.

Det må forventes at Pandora i de første år af budgetteringen vil opleve en faldende andel af anlægskapital bundet pr. omsætningskrone. Dette skyldes en forventning om en højere vækst i omsætningen. Men fra år 4 vil der tages udgangspunkt i en konstant andel af omsætningen budgetteret til anlægskapital. Dette skyldes en forventning om en mere afdæmpet vækst fra dette tidspunkt. Endvidere forventes det, at

<sup>125</sup> Bilag 9

<sup>126</sup> Bilag 9

<sup>127</sup> PwC håndbogen (2014:109)

anlægskapitalen i hele perioden vil være stigende, men bare ikke de første år i samme grad som omsætningen.

På baggrund af ovenstående forventes anlægskapitalen at have følgende udvikling i budgetteringsperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalperiode
Anlægskapital	0,50	0,48	0,47	0,46	0,46	0,46

Tabel 29

### 7.3. Fastlæggelse af WACC

Til brug for tilbagediskontering af de fremtidige pengestrømme, således at nutidsværdien opgøres, skal virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger WACC fastlægges. WACC anvendes til brug for tilbagediskontering af indirekte værdiansættelsesmodeller, mens direkte værdiansættelsesmodeller tilbagediskonteres med egenkapitalomkostningerne. Årsagen til denne forskel er, at den indirekte model fastlægger virksomhedsværdien, mens den direkte model fastsætter egenkapitalværdien. Derfor skal den indirekte model tilbagediskonteres med en forrentning af såvel egenfinansiering, som fremmedfinansiering for at opnå nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme.

WACC udgør egenfinansieringen og fremmedfinansieringen samlede gennemsnitlige afkastkrav, for at stille kapital til rådighed for virksomheden. Afkastkravet er afhængigt af risikoen, der er forbundet med investeringen. I opgørelsen af de gennemsnitlige kapitalomkostninger tages der udgangspunkt i den forventede langsigtede kapitalstruktur, idet egenfinansiering og fremmedfinansiering har forskellige afkastkrav. Tilbagediskonteringsfaktoren har afgørende indflydelse på værdiansættelsen, men estimeringen af denne er forbundet med stor usikkerhed. Dette skyldes flere forskellige interessenters individuelle afkastkrav og deres individuelle afgørelse af risiko mv. forbundet med investeringen.

#### 7.3.1 Fastlæggelse af kapitalstruktur<sup>128</sup>

Ved fastlæggelsen af kapitalstrukturen skal den langsigtede finansiering mellem egenkapital og fremmedkapital estimeres. Begge finansieringskilder kræver et afkast af kapitalen, som stilles til rådighed, men afkastet er afhængigt af risikoen på investeringen. Derfor vil egenfinansieringen altid kræve et højere afkast, idet det er denne finansiering som dækkes sidst og dermed er forbundet med størst risiko.

<sup>128</sup> Andersen (2011:55)

Tilbagediskonteringsfaktorens størrelse, som er afledt af afkastkravet, er afgørende for værdiansættelsen. Lavest mulig diskonteringsfaktor vil medføre højest værdi af virksomhedens fremtidige pengestrømme. Da fremmedfinansieringen kræver lavest afkast, taler dette for mest mulig fremmedfinansiering. Endvidere vil fremmedfinansieringens afkast bestå af renter, hvilket er fradragsberettiget, mens egenfinansieringens afkast består i udbytte, som ikke er fradragsberettiget. Dette taler derfor for mest mulig fremmedfinansiering i en virksomhed.

Fremmedfinansiering er dog forbundet med større risiko for en virksomhed, da denne i højere grad er afhængig af eksterne forhold. Afkastet af fremmedfinansieringen skal afregnes uanset virksomhedens resultater, og negative resultater vil ofte medvirke forhøjede krav om forrentning fra fremmedfinansieringen. Egenfinansieringens afkast afregnes derimod ud fra realiserede resultater. En virksomhed med høj grad af fremmedfinansiering er derfor mere følsom for nedgangstider, hvor kapitalstrukturen kan presse den allerede pressede situation.

En virksomheds kapitalstruktur er derfor meget afgørende. Det er derfor afgørende for en virksomhed at vurdere sin kapitalstruktur løbende. Ved store investeringer kan en vurdering om sammensætningen af finansieringen, være afgørende for virksomhedens fremtidige indtjening. Dette skyldes, at stor grad af fremmedfinansiering i krisetider ligeledes vil kræve afkast, og det i disse tider kan være svært at opnå forrentning til dette. Herudover vil det ligeledes i nedgangstider være sværere at sikre ny egenfinansiering, hvilket medfører forøget risiko for virksomhedens fremtid. Ligeledes er det afgørende, at vurdere omsætteligheden af aktivet og afhængigheden af dette, da det i sidste ende, kan komme på tale at foretage frasalg for at dække fremmedfinansieringen.

Den optimale kapitalstruktur er derfor meget forskellig fra virksomhed til virksomhed. En virksomhed med stabil indtjening, taler for høj fremmedfinansiering, mens ustabil indtjening taler for størst mulig egenfinansiering.

Pandora kapitalstruktur har i de foregående 5 år udviklet sig således:

Kapitalstruktur	2013	2012	2011	2010	2009
Egenfinansiering	70 %	72 %	67 %	48 %	25 %
Fremmedfinansiering	30 %	28 %	33 %	52 %	75 %

Tabel 30<sup>129</sup>

<sup>129</sup> Bilag 7

Størstedelen af Pandoras finansiering, stammer i dag fra egenfinansiering. Dette er en markant forskel sammenlignet med 2009, hvor bare 25 % af finansiering stammede fra egenkapital. Den høje egenfinansiering er sikret gennem solide overskud fra 2010 til 2013.

Selskabet er i 2013 negativt påvirket på forrentningen af egenkapitalen (ROE), som er lavere end afkastningsgraden (ROIC). Dette hænger sammen med virksomhedens kapitalstruktur, hvor Pandora opnår lavere forrentning af finansieringsaktiviteten end driftsaktiviteten. Pandora har i 2014 iværksat et større tilbagekøbsprogram af aktier, samt udloddet udbytte, svarende til en større andel end resultatet. På baggrund af dette må det forventes, at Pandoras mål er en mindre grad af egenfinansiering. Den langsigtede kapitalstruktur fastsættes derfor til 65 % egenfinansiering og 35 % fremmedfinansiering. Den høje grad af egenfinansiering giver mening for Pandora, idet deres forrentning er meget afhængig af et produkt. Derfor kan selskabet i fremtiden opleve ustabil indtjening. Ligeledes er hovedparten af deres aktiver immaterielle, hvilket ligeledes taler for øget egenfinansiering.

### 7.3.2 Fastlæggelse af egenkapitalomkostningerne

Til brug for fastlæggelse af tilbagediskonteringsfaktoren skal ejernes afkastkrav ( $r_e$ ) opgøres. Ejernes afkastkrav er det krav til afkast, som ejere kræver for at investere i virksomheden. Ejernes afkastkrav er afhængig af det alternative afkast, som investor kan opnå ved en anden investering med samme risiko. For at fastlægge ejernes afkastkrav anbefales det at anvende CAP-modellen. CAP-modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem den enkelte virksomheds aktier og afkastet på hele aktiemarkedet. Det antages, at investorerne vil kræve et merafkast for risikoen, der er forbundet ved at investere i virksomheden. Modellen bygger på forudsætninger, om at investorer har placeret deres kapital i en portefølje, for at udnytte alle fordelene ved diversifikation. Prisdannelsen har alene til formål at fastlægge risikopræmien for den uundgåelige risiko, der forklares af de generelle markedsbevægelser, og derfor ikke kan bortdiversificeres. Dette kaldes også den systematiske risiko. Den del af aktiens risiko, der kan diversificeres bort, kaldes den usystematiske risiko og kan forklares med virksomhedsspecifikke forhold. Det er i CAPM kun den systematiske risiko, der bliver prissat, da man normalt regner med, at man ved en portefølje på 15-20 papirer får elimineret den usystematiske risiko<sup>130</sup>.

Fastlæggelsen af ejernes afkastkrav kan opgøres ud fra nedenstående formel:

$$r_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)^{131}$$

---

<sup>130</sup> Sørensen (2011:50)

<sup>131</sup> Sørensen (2011:51)

Det fremgår af formelen, at ejernes afkastkrav ( $r_e$ ) er afhængig af den risikofrie rente ( $r_f$ ), beta ( $\beta$ ), der udgør den systematiske risiko og markedets risikopræmie ( $r_m$ ).

### 7.3.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er renten, som vil kunne opnås på en alternativ investering uden nogen risiko. Den risikofrie rente fastsættes i praksis på baggrund af den 10 årige statsobligation. I teorien bør den risikofrie rente dog fastsættes på baggrund af renten på nul-kuponobligationer uden nogen form for risiko. Dette medfører dog, at der skal anvendes forskellige renter, idet pengestrømmene fra de forskellige år, skal tilbagediskonteres med en nul-kuponobligation for det enkelte år. Derfor anvendes den 10 årige statsobligations effektive rente i praksis<sup>132</sup>.

Den risikofrie rente er derfor fastsat på baggrund af den 10-årige statsobligation, som ved udgangen af marts 2014 udgjorde 1,62 %<sup>133</sup>. Dette er det nærmeste, som man i praksis kommer den risikofrie investering.

### 7.3.2.2 Risikopræmie

For at investorerne skal investere i aktier frem for risikofrie aktiver kræves der en risikopræmie. Med andre ord er risikopræmien det tillæg, som investorer kræver i forhold til den risikofrie rente. Der findes en række metoder til opgørelse af risikopræmien. Dette kan bestå i en forespørgsel til investorer om deres skøn, hvorefter der foretages et gennemsnitligt skøn over risikopræmien. Derudover kan historiske data anvendes.

Historisk har risikopræmien været svingende. PwC foretog løbende en undersøgelse blandt investorer frem til 2010. Undersøgelsen fastslog en gennemsnitlig markedsrisikopræmie på 4-5 %<sup>134</sup> i perioden 2005-2010. SKAT har med baggrund i historiske data udstedt et skøn på 4,5 %<sup>135</sup>. Risikopræmien er dog forbundet med væsentlig grad af skøn og der er derfor væsentlig usikkerhed ved fastlæggelse af denne<sup>136</sup>.

Med baggrund i de historiske risikopræmier jf. ovenfor, estimeres risikopræmien til 4,5 %.

---

<sup>132</sup> Sørensen (2011:51)

<sup>133</sup> <http://www.statistikbanken.dk> MPK3, statsobligation 10 årig 2014M03

<sup>134</sup> PwC (1)

<sup>135</sup> SKAT (2)

<sup>136</sup> Sørensen (2011:51)



### 7.3.2.3 Estimering af Beta<sup>137</sup>

Beta er udtryk for den systematiske risiko, der er forbundet med en specifik aktie. Beta-værdien påvirker ejernes afkastkrav. Jo højere systematisk risiko for en specifik aktie, des højere vil ejernes afkastkrav være. Beta-værdien er altså et udtryk for volatiliteten af aktien. Beta estimeres ud fra samvariationen mellem markedsporteføljens aktieafkast og aktieafkastet for det konkrete selskab. Samvariationen er vist i nedenstående figur.

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

Figur 31<sup>138</sup>

Beta-værdien kan normalt fastsættes ud fra tre metoder. Common sense-metoden, regressionsmetoden og sammenhængen mellem historiske betaværdier og fundamentale karakteristika kan alle anvendes til fastsættelsen<sup>139</sup>.

De historiske betaværdier for Pandora er meget høje. Dette skyldes Pandoras store udsving på aktiemarkedet siden børsnoteringen. De store udsving hænger sammen med den nedjustering og omlægning af strategien i 2011, hvor kursen faldt til 35. Pandora har efterfølgende vendt udviklingen og er steget til over 350 i 2014. Ifølge aktieugebrevet udgjorde Pandoras Beta værdi 2,31 i starten af 2013<sup>140</sup>. Af Reuters udgør Beta værdien 2,51 i midten af april 2014<sup>141</sup>.

Common sense-metoden tager udgangspunkt i den driftsmæssige og finansielle risiko. Fremtiden for Pandora er ligeledes forbundet med væsentlig usikkerhed, såvel driftsmæssigt som finansielt. Driftsmæssigt er Pandora afhængig af leveringen fra Thailand, hvor hele produktionen er placeret. Ligeledes er Pandora driftsmæssigt afhængig af et produkts præsteren. Charms armbåndet står for hovedparten af salget og en udeblivelse af dette salg, vil medvirke til kritiske fremtidsudsigter. Ligeledes befinder virksomhedens produkter sig i kategorien for luksusvarer, hvilket betyder, at Pandora er påvirket af konjunkturerne.

<sup>137</sup> Sørensen (2011:52-53)

<sup>138</sup> Sørensen (2011:53)

<sup>139</sup> Sørensen (2011:53-54)

<sup>140</sup> Aktieugebrevet (1:29)

<sup>141</sup> Reuters (1)

Herudover har Pandora i 2011 haft svært ved at hæve salgspriserne, hvilket resulterede i faldende efterspørgsel. Derfor vurderes stigende indkøbspriser at være af væsentlig risiko for selskabets fremtidige indtjening.

Finansielt er risikoen også til en vis grad høj. Virksomheden har godt nok en høj grad af egenfinansiering, men hovedparten af egenkapitalen består af immaterielle anlægsaktiver, hvor der alene foretages nedskrivningstest. Immaterielle anlægsaktiver er ikke realiserbare aktiver. Ligeledes udloddes et stort beløb til investorerne. Derfor er virksomhedens finansielle stilling ikke så stabil som det ellers fremgår. Ligeledes har Pandora en stor valutarisiko, idet der handles i mange valutaer.

AF konkurrenter kan der sammenlignes med Tiffany & Co. beta-værdi. Denne udgør 1,92 ifølge Google Finance<sup>142</sup> og 2,03 ifølge deres egen hjemmeside<sup>143</sup>. Ud fra ovenstående vurderes det, at Pandoras Beta-værdi er over 2. Fremtidens Beta-værdi fastlægges til gennemsnittet af Pandoras Beta værdi i 2014 på 2,51, sammenholdt med Tiffanys på omkring 2. Beta værdien fastsættes derfor til 2,25.

#### 7.3.2.4 Samlet afkastkrav for egenfinansieringen

På baggrund af ovenstående kan det samlede afkastkrav fra egenfinansieringen opgøres til 11,7 %<sup>144</sup> efter skat.

### 7.3.3 Fastlæggelse af fremmedfinansieringens afkastkrav

Fremmedfinansieringens afkastkrav vedrører det afkast, som udlåner kræver for at stille finansiering til rådighed for virksomheden.

Fastlæggelsen af fremmedfinansieringens afkastkrav kan opgøres ud fra nedenstående formel

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

Afkastet sammensættes af en risikofri rente( $r_f$ ), svarende til markedsrenten for en risikofri investering. Hertil tillægges et selskabsspecifikt risikotillæg( $r_s$ ), som skal dække den risiko, som udlåner tager, ved ikke blot at placere midlerne i den risikofrie investering. Afkastkravet opgøres efter skat( $1-t$ ), da pengestrømmene fra driftsaktiverne er beregnet efter skat<sup>145</sup>.

---

<sup>142</sup> Google Finance (1)

<sup>143</sup> Tiffany.com (1)

<sup>144</sup>  $1,62 + 2,25 * 4,5$

<sup>145</sup> Sørensen (2011:56)

### 7.3.3.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er fastsat tidligere på baggrund af den 10-årige statsobligation, som ved udgangen af marts 2014 udgjorde 1,62 %<sup>146</sup>. Dette er det nærmeste som man i praksis kommer den risikofrie investering.

### 7.3.3.2 Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg er i modsætning til den risikofrie rente varierende fra selskab til selskab. Tillægget fastsættes på baggrund af en risikovurdering af det enkelte selskab. Graden af risiko er derfor afgørende for dette tillæg, idet det er udlåners afdækning af risikoen, for at selskabet ikke kan tilbagebetale lånet. Risikotillægget kan tage udgangspunkt i kredit ratings for virksomheden eller sammenlignelige virksomheder. Alternativt er muligheden at se på virksomhedens seneste lån og ud fra dette foretage et skøn over størrelsen af risikotillægget<sup>147</sup>. Pandora har ikke nogen væsentlige lån, hvorved forrentning ikke fremgår af årsrapporten. Der er derfor foretaget en skønsmæssig ansættelse.

Pandora har som tidligere omtalt hovedparten af deres finansiering gennem egenfinansiering. Endvidere leverer Pandora solide overskud gennem deres drift. Pandora er dog ligeledes meget afhængig af et produkts præstation, hvilket skaber en usikkerhed omkring den fortsatte positive indtjening. Ligeledes er en stor del af Pandoras kapital bundet i immaterielle anlægsaktiver, som kun er værdien værd, så længe selskabet præsterer solide resultater. Såfremt de immaterielle aktiver skulle blive værdiløse, f.eks. ved faldende efterspørgsel, ville egenkapitalen være minimal. Hvis der samtidig tages højde for selskabets store udlodninger i 2014, både i form af udbytte og aktietilbagekøb, ville selskabets egenkapital være negativ med omkring 1 mia. På baggrund af dette er der fastsat et risikotillæg på 3 %, hvilket vurderes at være et risikotillæg af middel størrelse.

### 7.3.3.3 Selskabsskatteprocent

Selskabsskatteprocenten er fastsat på baggrund af den danske selskabsskat. Den danske selskabsskat vil i de kommende år falde, således at denne i 2016 og herefter udgør 22 %<sup>148</sup>. For at tage højde for denne faldende skatteprocent, er skatteprocenten fastsat til 22,5 % i opgaven. Dette for at tage højde for, at der i 2014 og 2015 vil være en selskabsskatteprocent, som er over 22 %.

---

<sup>146</sup> <http://www.statistikbanken.dk> MPK3, statsobligation 10 årig 2014M03

<sup>147</sup> Sørensen (2011:56)

<sup>148</sup> KPMG (1)

#### 7.3.3.4 Samlet afkastkrav for fremmedfinansieringen

På baggrund af ovenstående kan det samlede afkastkrav fra fremmedfinansieringen opgøres til 3,59 %<sup>149</sup> efter skat.

#### 7.3.4 Estimat af de samlede kapitalomkostninger

På baggrund af ovenstående estimater kan WACC opgøres til 8,9 %.

$$wacc = 0,65 \times 11,7 + 0,35 \times 3,59, \text{ svarende til } 7,605 + 1,26 = 8,9 \%$$

### 7.4. Fastlæggelse af værdi

På baggrund af budgetteringen og den estimerede WACC er den endelige værdiansættelse af Pandora opgjort. Nedenfor fremgår værdiestimatet af Pandora ud fra cash flow-modellen.

DCF - modellen:	Indeværende periode	Budget-periode					Terminal-periode	
		0	1	2	3	4		5
FCFF			1.913	2.509	2.759	2.823	2.843	2.923
PV af FCFF			1.757	2.116	2.137	2.008	1.857	
Samlet nutidsværdi af budgetperioden		9.875						
Terminalværdi							48.094	
Nutidsværdi af terminalværdi		31.420						
Virksomhedens værdi (værdi af NDA)		41.295						
Bogført værdi af NFF		(640)						
Værdi af egenkapital		41.935						
Værdi af minoritetsinteresser		-						
Værdi af egenkapital, moder		41.935						
Antal aktier		128.115.820						
Værdi pr. aktier		327						

Tabel 32<sup>150</sup>

På baggrund af cash flow-modellen og de førnævnte forudsætninger i opgaven er værdien af Pandora opgjort til kr. 42.716 mio. Pandoras samlede antal aktier udgør 128.115.820 pr. 30. april 2014<sup>151</sup>. Derfor udgør værdien pr. aktie kr. 327. Da aktiekursen pr. 30. april udgør kr. 361,9 ved børsluk<sup>152</sup>, er værdiestimatet på baggrund af de tidligere oplyste forudsætninger 9,6 % lavere end den aktuelle markedsværdi pr. 30. april 2014. På denne baggrund vurderes markedsværdien af Pandora derfor at være

<sup>149</sup>  $(1,62+3) \cdot (1-0,225) = 3,59 \%$

<sup>150</sup> Bilag 10

<sup>151</sup> Euroinvestor.dk (4)

<sup>152</sup> Euroinvestor.dk (5)

overvurderet. Dette er ikke i overensstemmelse med analytikernes forventninger, som har kurstargets på mellem kurs 360 og 415<sup>153</sup>. Dette er kurstargets fastsat i januar og februar 2014.

### 7.5. Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen af Pandora, såvel som andre selskaber, er forbundet med høj usikkerhed. Det skyldes opstillede forudsætninger om fremtiden. Da der er store usikkerheder forbundet med opstilling af fremtidige forudsætninger, er det nødvendigt at foretage en følsomhedsanalyse af parametre, som kan ændre sig og være medvirkende til en anden værdi end den estimerede.

Følsomhedsanalysens formål er at afdække, hvad en ændring i forudsætninger vil have af indflydelse for det samlede værdiestimat. I fastsættelsen af WACC, var fastsættelsen af Beta-værdien forbundet med stor usikkerhed. Intervallet af usikkerhed lå på en Beta mellem 2 og 2,5. Derfor vil der i nedenstående tabel blive analyseret, hvad en ændring af den fastsatte Beta værdi havde haft af indvirkning på værdiestimatet. Ligeledes er der usikkerhed forbundet med fastsættelse af omkostningernes andel af omsætningen. Herunder såvel vareforbrug, salgs- og distributionsomkostninger, samt administrationsomkostninger. Da tre fjerdedele af værdien stammer fra terminalperioden, vil ændringen i omkostningerne analyseres i terminalperioden. År 5 vil dog blive medtaget, idet omkostningens andel i dette år er den samme som i terminalperioden.

Beta	Omkostningernes andel af omsætningen i 2018 og frem				
	66%	68%	70%	72%	74%
2	415	394	372	350	329
2,1	393	373	353	333	312
2,2	373	354	335	316	297
2,25	364	346	327	309	290
2,3	356	338	320	302	284
2,4	339	322	305	288	271
2,5	324	308	292	276	260

Tabel 33<sup>154</sup> – egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at en nedbringelse af omkostningernes andel af omsætningen på 2 % -point, vil resultere i en ændring af estimering på omkring kr. 19. Ligeledes vil en nedbringelse af Beta fastsættelsen, hvilket vil sige volatiliteten, medvirke til stigende værdiestimat. Hvis der alene skal måles ud fra disse to

<sup>153</sup> MyStocks.dk (1)

<sup>154</sup> Bilag 9 og 10

faktorer vil ovenstående estimat fra analytiker på kr. 415 være ensbetydende med en forventning om væsentlig lavere omkostningsandel end i 2013. I 2013 udgjorde ovenfor nævnte omkostningers andel af omsætningen omkring 70 %, hvilket ligeledes er svarende til fastsættelsen i ovenstående værdiestimat. I estimatet er endvidere indregnet en lavere omkostningsandel frem til 2018 fra 68,5 % til 69,5 %. Baggrunden for dette blev beskrevet i budgetteringen. Der er dog ligeledes andre faktorer, som er forbundet med væsentlig risiko i forbindelse med værdiansættelsen.

Det er ligeledes interessant, at se på væksten i terminalperioden, som er forbundet med stor usikkerhed, idet estimering af fremtidig vækst er forbundet med stor usikkerhed. Det er usikkert om Pandora vil have held med at introducere nye produkter, som kan medvirke til fortsat vækst. Det er ligeledes usikkert, om Pandora har held med at introducere deres produkter på nye markeder. Endelig er det usikkert, hvorvidt Pandoras størst sælgende produkt, charms-armbåndet, kan blive ved med at sælge i det omfang, eller ligefrem opnå vækst i fremtiden. Disse har alle indvirkning på den fremtidige vækst for Pandora. Derfor vil der nedenfor blive foretaget en følsomhedsanalyse med vækst i terminalperioden på 0-5 %. Baggrunden for at der alene ses på terminalperioden skyldes, at hovedparten af værdien stammer fra dette. Ligeledes er der allerede i årene op til terminalperioden fastsat forventninger om højere vækst end det er tilfældet i terminalperioden. Væksten i omsætningen vil blive analyseret i sammenhæng med indvirkningen af den fastsatte WACC. WACC er sammensat af en række parametre. En del af disse er forbundet med usikkerhed. Herunder bl.a. Beta værdien, som omtalt ovenfor. Den er dog ligeledes udledt af den fremtidige kapitalstruktur, samt præmie krævet af investor og fremmedfinansiering for deres finansiering. Derfor er ændringen i fastsættelsen af denne ligeledes interessant.

WACC	Vækst i omsætningen i terminalperioden					
	0,0%	1,0%	2,00%	2,8%	4,0%	5,0%
7,5%	306	336	378	424	531	700
8,0%	286	312	346	383	465	584
8,5%	269	291	319	350	414	502
8,9%	257	276	301	327	381	453
9,5%	240	256	276	297	339	392
10,0%	228	242	259	277	311	353
10,5%	216	229	244	259	288	322

Tabel 34<sup>155</sup> – egen tilvirkning

<sup>155</sup> Bilag 9 og 10

Det fremgår, at væksten i terminalperioden har væsentlig indvirkning på værdien af Pandora. I værdiestimatet blev der fastsat en årlig vækst i terminalperioden på omkring 2,8 %. Baggrunden for dette er forklaret under budgetteringen. Såfremt der i terminalperioden kan opnås en konstant vækst på 4 % vil værdiansættelsen ændre sig til 381 kr. pr. aktie, svarende til 5,3 % over markedsværdien pr. 30. april 2014. En konstant vækst på 4 % i terminalperioden, er dog temmelig høj og markant over den gennemsnitlige globale vækst. Ligeledes er Pandora som tidligere omtalt afhængig af få produkter, hvilket skaber væsentlig usikkerhed om den fremtidige vækst. Også moden er afgørende, idet smykker er påvirket af modetendenserne.

Det fremgår også, at fastsættelsen af WACC har væsentlig indflydelse på værdiansættelsen. Såfremt kravet om forrentningen af investeringen kan nedbringes vil dette resultere i en højere værdi. Da fremmedfinansieringen forrentning er lavere end egenkapital, kunne dette tale for en større grad af fremmedfinansiering. Dette er dog forbundet med væsentlig usikkerhed, som omtalt tidligere i opgaven, idet dette resulterer i en større afhængig af denne. Derudover vil større fremmedfinansiering resultere i højere risiko, hvilket vil resultere i højere afkastkrav. Ligeledes er det i Pandoras tilfælde forbundet med væsentlig risiko, at hæve fremmedfinansieringen, når der samtidig tages højde for typen af aktiver, der er optaget i Pandoras balance. Beta fastsættelsen og det selskabsspecifikke risikotillæg kan ligeledes være faktorer, der kan påvirke fastsættelsen og dermed være af væsentlig indflydelse på værdiansættelsen.

Det fremgår af ovenstående følsomhedsanalyse, at mindre forskelle i forudsætninger, har væsentlig indflydelse på værdiansættelsen. En lavere estimeret omkostningsandel af omsætningen eller en højere vækst kan resultere i såvel højere, som lavere værdi af Pandora A/S. Ligeledes har fastsættelsen af WACC indflydelse.

## 8. Konklusion

Formålet med afhandlingen, var at vurdere, hvorvidt Pandora var korrekt værdiansat pr. 30. april 2014. Baggrunden for dette, var en interesse i at undersøge om de seneste års massive stigninger er båret af en reel værditilførsel, eller om værdien af aktierne er overvurderet. Værdiansættelsen er fastlagt på baggrund af en analyse af såvel de ikke finansielle, som finansielle værdidrivere.

De ikke finansielle værdidrivere kan opdeles i to kategorier, henholdsvis eksterne og interne faktorer. I analysen af de eksterne faktorer, blev der identificeret en række forhold, der har eller kan have indflydelse på Pandoras fremtid. Væsentligste faktorer er forsøgt omtalt her. Pandora har placeret hele deres produktion i Thailand. Derfor kan politisk ustabilitet have indflydelse på Pandoras fremtidige forsyningsikkerhed. Ligeledes er Thailand til tider præget af naturkræfterne. Thailand har været blandt de hårdest ramte lande af naturkatastrofer, hvorved dette ligeledes kan påvirke Pandoras forsyning. Den politiske situation globalt, er også af væsentlig indflydelse for Pandora. Handelsbarrierer og handelsstop mellem lande kan påvirke et selskab, med Pandoras globale sigte. Her kan bl.a. nævnes urolighederne med Rusland.

Pandora befinder sig i kategorien luksusvarer. Derfor påvirker konjunkturerne salget af Pandoras produkter. Pandora har oplevet massiv vækst på trods af den globale nedtur, men vil forventeligt i en vis grad blive påvirket positivt af en global fremgang. Dette er medtaget i forventningerne, da væksten er fastsat til 2 % i terminalperioden, hvilket er højere end den nuværende i de vestlige lande. Det må forventes, at Pandora ikke kan fastholde den høje vækst i takt med udbredelsen på markederne. Ligeledes er 2013 påvirket væsentligt af strategifejlen i 2011. Valutakursudviklingen er ligeledes afgørende for Pandora. Pandora er placeret globalt med handel i mange valutaer. Derfor er Pandora afhængig af valutakursændringer. Herunder især forholdet mellem Euro og USD, idet store dele af Pandoras salg stammer fra USA. Også Thailandske Baht er afgørende for kostprisen på varerne og dermed indtjeningen. Dette skyldes en begrænset mulighed for at tillægge øgede omkostninger til salgsprisen. Pandora forsøgte i 2011 med forhøjede priser. Dette resulterede i udeblivelse af vækst, da kernekunderne forsvandt.

Prisen på råvarerne er afhængig af materialer. Prisudviklingen på materialernes pris er derfor afgørende for Pandoras fremtidige indtjening. Ligeledes er modetendenserne afgørende for Pandoras fremtidige indtjening. En ændring af præferencer indenfor smykkebranchen vil have indvirkning på Pandora. Dette er især tilfældet med det forholdsvis snævre produktsortiment, hvor armbånd er afgørende for selskabets indtjening. Det er dog ikke kun en modeændring i branchen, der kan have indflydelse. Ligeledes kan



præferencerne for substituerende produkter, som fritids- og underholdsprodukter have indvirkning på afsætningen.

De interne faktorer har ligeledes indflydelse på værdisætningen af Pandora. Hovedparten af Pandoras salg stammer fra produktet charms. Derfor er Pandoras fremtidige indtjening afhængig af dette produkt, samt evnen til at introducere nye produkter. Samtidig er en stor del af Pandoras kapital bundet i immaterielle anlæg. En nedgang i indtjeningen kan medvirke til nedskrivning af dette. Derfor er dette forbundet med væsentlig usikkerhed

Udvidelse af onlinesalget er ligeledes afgørende for Pandoras fremtid, idet en større andel af handel sker over nettet. Dette skaber muligheder i form af større områder til markedsføring, men trusler da flere små forhandlere kan markedsføre til et større antal kunder. Selskabet har i de senere år opbygget et stærkt forhandlernetværk og et velfungerende distributionsnetværk. Dette er vigtigt, for at fastholde en stærk placering i forhold til konkurrenterne. Ligeledes er brandet afgørende ved introduktion af nye produkter. Pandoras vækst er i 2013 opnået organisk uden væsentlige tilkøb.

Ved analysen af de finansielle værdidrivere, blev følgende væsentlige forhold identificeret. Pandora har oplevet massiv nedgang i egenkapitalforrentningen. En stor del af denne nedgang skyldes gearingen i 2009 og 2010, hvor Pandora opnåede solid forrentning fra aktiviteten. Pandora har siden opbygget egenkapitalen, hvilket i 2013 resulteret i en begrænset negativ forrentning fra gearingen, da nettodriftsaktiverne var positive, mens forrentningen af driftsaktiviteten er højere end hvad der opnås i forrentning af finansieringsaktiviteten. Ligeledes havde afkastningsgraden haft indflydelse på den faldende egenkapitalforrentning. Mens Pandora har oplevet stigende omsætningshastighed, har overskudsgraden været faldende over hele perioden. Stigningen i omsætningshastigheden hænger sammen med en organisk vækst, hvor aktiverne ikke er steget i samme grad, som omsætningen. Overskudsgraden fra salg viser imidlertid sig at være steget i 2013, idet Pandora er påvirket på overskudsgraden af ikke direkte salgsrelaterede poster. På nær 2013 har overskudsgraden dog været faldende, hvilket i sammenhæng med den stigende omsætningshastighed tyder på stigende konkurrence, hvilket er logisk i takt med Pandoras størrelse. Den stigende overskudsgrad i 2013 hænger sammen med væksten i omsætningen. Omkostninger til salg og marketing, samt administration, som andel af omsætningen er nedbragt.

På baggrund af ovenstående er der foretaget en budgettering. I budgetteringen er der fastsat en vækst over markedsvæksten i de første år. Det forventes, at strategændringen vil medvirke til fortsat vækst.

Ligeledes vil introduktion på nye markeder skabe øget vækst. I terminalperioden er det dog alene fra Asien og Stillehavsområdet, hvor der forventes vækst udover markedsvæksten. Dette som følge af Pandoras nuværende tilstedeværelse. Vareforbrugsandelen forventes at falde fra 2013 til 2014, som følge af lavere priser i 2013 på guld og sølv, hvor Pandora har indgået terminskontrakter. Der forventes dog herefter en stigende vareforbrugsandel. Dette både som følge af forventning om stigende råvarepriser, men ligeledes en højere kostpris i produktion, som følge af inflation mv. Salgs- og distributionsomkostningerne forventes fastholdt. Dette skal være medvirkende til både at træde ind på nye markeder, samt fastholde nuværende markedsandele. Administrationen forventes ligeledes at være på et niveau, hvor de vil stige i takt med væksten i omsætningen.

Graden af egenfinansiering forventes fastholdt forholdsvis høj, på trods af et fordelagtigt spread. Dette som følge af Pandoras meget store andel af immaterielle aktiver, som ikke er velegnet til lånefinansiering. Såfremt salget svigter, vil disse aktiver være uden værdi. Egenfinansieringen har dog medvirket til nettofinansielle aktiver, hvilket Pandora begrænser gennem udlodningen til ejerne. Den høje grad af egenfinansiering medvirker til en forholdsvis høj WACC på 8,9 %.

Estimeringen er forbundet med væsentlige usikkerheder. Opnåelse af højere vækst, især i terminalperioden eller nedbringelse af omkostningerne kan medvirke til ændringer i værdiansættelsen. Ligeledes vil anderledes risikopræmie kunne medvirke til en ændring i værdiansættelsen.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at aktien pr. 30. april 2014 bør udgøre kr. 327. Da markedskursen pr. 30. april udgør kr. 361,90 vurderes det, at Pandora er overvurderet med 9,6 %. Derfor er Pandora ikke vurderet, som værende korrekt værdiansat i markedet.

## 9. Litteraturliste

### Bøger

Sørensen, Ole (2011); "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"; 3. udgave; Gjellerup

Elling, Jens O., Sørensen, Ole (2005); "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"; 2. udgave; Gjellerup

Andersen, Ib (2005); "Den skinbarlige virkelighed"; 3. udgave; Forlaget samfundslitteratur

Elling, Jens O. (2011); "Finansiel Rapportering – teori og regulering"; 2. udgave; Gjellerup

PwC Regnskabshåndbogen (2014)

### Undervisningsmateriale

Plancher fra Ekstern Rapportering

### Pandoras Hjemmeside

Årsrapport

1. Pandora årsrapport 2013,

<http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFRFB/3160107681x0x726401/6961A861-F888-4E08-9C7B-EB55F9119E43/PANDORA ANNUAL REPORT 2013 DK.PDF>

2. Pandora årsrapport 2012

<http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFRFB/3160107681x0x638420/12A553F2-673F-4BF2-9984-051809B8D23F/PANDORA DK AR 2012 FINAL.pdf>

3. Pandora årsrapport 2011

<http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFRFB/3160107681x0x543896/BDC89C4D-F13B-45F0-97B4-38CBE54A3EA2/Pandora AR 11 DK 2011 FINAL.pdf>

4. Pandora årsrapport 2010,

<http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFRFB/3160107681x0x450273/C69CD350-0D2A-40F6-8E2B-B3F55D15FEAD/Pandora AR DK 2011 Web.pdf>

Materiale hjemmeside

1. Business strategi

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

2. Historien om Pandora

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

3. Shareholders

<http://investor.pandoragroup.com/ownership-profile.cfm>

### Artikler og andet materiale online med tilhørende hjemmesider

Berlingske Business

1. Bentow, David Haugsted (2010) "Kapitalfond scorer 14 mia. kr. på Pandoras børsnotering" business.dk

<http://www.business.dk/fashion-design/kapitalfond-scorer-14-mia.-kr.-paa-pandoras-boersnotering>

TV2 Finans

1. Kjær, Christian (2013) "Pandora har rejst sig fra graven" finans.tv2.dk

<http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-72643004:pandora-har-rejst-sig-fra-graven.html>

2. Ritzau (2011) "Ny topchef overtager strategi i Pandora" finans.tv2.dk

<http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-46832709:ny-topchef-overtager-strategi-i-pandora.html>

3. Munk, Jane (2014) "Pandora spinder guld: Kasi-Jesper forventer millioner"

<http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-73403373:pandora-spinder-guld-kasijesper-forventer-millioner.html>

Euroinvestor.dk

1. Dalskov, Jakob (2014) "Pandora: Storaktionærer vil placere 13 mio. aktier – GENT" euroinvestor.dk

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/03/14/pandora-storaktionaerer-vil-placere-13-mio-aktier-gent/12737607>

2. Firma profil, Pandora

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/pandora-a-s/2632080>

3. Historiske data

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/pandora-a-s/2632080/historik>

4. Selskabsmeddelelse (2014) Nedsættelse af aktiekapital

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2014/04/22/nedsaettelse-af-pandora-a-s-aktiekapital/12784445>

5. Kurshistorik

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/pandora-a-s/2632080/historik>

MyStocks.dk

1. Kurstargets

<http://www.mystocks.dk/kurstargets.php?ticker=PNDORA>

Google Finance

1. Beta værdi Tiffany & Co.

<http://www.google.com/finance?cid=34899>

Tiffany.com

1. Shareholder information

<http://investor.tiffany.com/financials-keyRatios.cfm>

Børsen Online

1. Nymark, Jens (2011) "Pandora-formand undskylder og lover på ny" borsen.dk

<http://investor.borsen.dk/artikel/1/215622/pandora-formand-undskylder-og-lover-paa-ny.html>

2. Zigler, Thomas (2011) "Små børsmæglere øjnede Pandora var nøgen"

<http://www.fundamental.dk/web/ny/wp-content/uploads/2013/05/borsen1.pdf>

U-landsnyt.dk

1. U-landsnyt "Naturkatastrofe-status for 2011: Thailand hårdest ramt af alle"

<http://www.u-landsnyt.dk/nyhed/27-11-12/naturkatastrofe-status-2011-thailand-h-rdest-ramt>

BDO

1. Johansen, Torben (2013) "Nedsættelse af selskabsskatteprocenten og udskudt skat"

<http://www.bdo.dk/nyheder/Pages/Neds%C3%A6ttelse-af-selskabsskatteprocenten-og-udskudt-skat.aspx>

PWC

1. Prifastsættelsen på aktiemarkedet

<http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prifastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

KPMG

1. KPMG (2013) "Nedsættelse af selskabsskatteprocenten"

<http://www.kpmg.com/dk/da/nyheder-og-indsigt/nyheder/audit/sider/nedsaettelse-af-selskabsskatteprocenten-effekt-for-aars-og-delaarsregnskaber-med-balancedag-efter-27-juni-2013.aspx>

#### SKAT

1. Transfer pricing

<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1843725>

2. Markedsrisikopræmie

<http://www.skat.dk/gsa.aspx?old=1813219&vld=208529>

#### Virksomhedsøkonomi

1. Virksomhedsøkonomi og afsætning

<http://virksomhedsokonomi.wordpress.com/tag/konkurrenceformer/>

#### FDIH

1. Epinion (2013) ”Dansk e-handelsanalyse Light”

[http://www.fdi.dk/media/1409880/dansk\\_e-handelsanalyse\\_light\\_2013.pdf](http://www.fdi.dk/media/1409880/dansk_e-handelsanalyse_light_2013.pdf)

#### Aktieugebrevet

1. Aktieugebrevet, privatinvestor (Januar/februar 2013)

<http://www.aktieugebrevet.dk/files/pdf/AU-Privatinvestor-2013-02-06.pdf>

#### Reuters

1. Pandora overview

<http://uk.reuters.com/business/quotes/overview?symbol=PNDORA.CO>

#### Axcel

1. Axcel News 04 oktober 2010

[http://www.axcel.dk/media/34586/Axcel\\_News\\_4.pdf](http://www.axcel.dk/media/34586/Axcel_News_4.pdf)

2. Axcel pressemeddelelse (2008): Axcel investerer i smykkevirksomheden Pandora

<http://www.axcel.dk/media/63351/10.3.08.pdf>

#### Retailnews

1. Redaktionen (2014) ”Pandora-chefen vil sælge meget mere til verdens kvinder”

[http://www.retailnews.dk/article/view/123765/pandorachefen\\_vil\\_saelge\\_meget\\_mere\\_til\\_verdens\\_kvinder#.U2-XRtFZrIU](http://www.retailnews.dk/article/view/123765/pandorachefen_vil_saelge_meget_mere_til_verdens_kvinder#.U2-XRtFZrIU)