

Strategisk analyse og værdiansættelse af PANDORA



PANDORA™

HD 2. del – Finansiering – Afgangsprøje

Opgaveløser: Trine Hemmingsen
Vejleder: Carl Agerbech Petersen
Aflevering: 2. maj 2017

Copenhagen Business School – CBS

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	4
1.1 Problemstilling.....	5
1.2 Problemformulering	5
1.3 Metode	5
1.4 Afgrænsning	7
1.5 Kildekritik.....	8
2. Præsentation af PANDORA	8
2.1 Historien om PANDORA.....	8
2.2 PANDORA i dag	9
3. Strategisk analyse	11
3.1 PESTEL-analyse	11
3.1.1 Politiske forhold.....	11
3.1.2 Økonomiske forhold	13
3.1.3 Sociokulturelle forhold	14
3.1.4 Teknologiske forhold	15
3.1.5 Miljømæssige forhold.....	16
3.1.6 Lovgivningsmæssige forhold	17
3.1.7 Delkonklusion på omverdens analysen	17
3.2 Brancheanalyse	18
3.2.1 Truslen fra nye indtrængere.....	19
3.2.2 Truslen fra substituerende produkter	20
3.2.3 Leverandørernes forhandlingskraft.....	21
3.2.4 Købernes forhandlingskraft.....	22
3.2.5 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder	22
3.2.6 Delkonklusion på brancheanalyse	23
3.3 Intern analyse	25
3.3.1 Strategi, vision og mission	25
3.3.2 PLC-kurven (Product Life Cycle).....	28
3.3.3 Delkonklusion på PLC-kurven	30
3.3.4 Anshoffs fire vækststrategier	30
3.3.5 Porters generiske strategier	32
3.4 SWOT-analyse.....	33

4. Regnskabsanalyse	35
4.1 Analyseperiode	35
4.2 Reformulering	36
4.3 Reformulering af resultatopgørelse	36
4.4 Reformulering af balancen	37
4.5 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	39
5. Rentabilitetsanalyse	39
5.1 Return On Equity (ROE)	40
5.2 Return On Invested Capital (ROIC)	41
5.3 Overskudsgrad (OG)	42
5.4 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	45
5.5 Finansieringsaktiviteten	45
5.6 Delkonklusion af rentabilitetsanalysen	48
6. Budgettering	49
6.1 Budgettering af driftsaktiviteten	50
7. WACC	54
7.1 Afkastkrav til egenkapitalen	54
7.2 Afkastkrav til fremmedkapital	57
7.3 Kapitalstruktur	58
7.4 Beregning af WACC	59
8. Værdiansættelse	60
8.1 Værdiansættelse af PANDORA	61
9. Følsomhedsanalyse	62
9.1 Worst case	62
9.2 Best case	63
9.3 Ændringer i WACC, OG og AOH	65
9.4 Delkonklusion på følsomhedsanalyser	66
10. Multipel analyse	66
10.1 Delkonklusion multipler	72
11. Konklusion	73
11.1 Opsummering af problemformulering	73
11.2 Konklusion	73
12. Litteraturliste	75
13. Bilag	79

13.1 Bilag 1: Reformulering af resultatopgørelsen	79
13.2 Bilag 2: Reformulering af balancen	80
13.3 Bilag 3: Reformulering af egenkapitalopgørelsen	81
13.4 Bilag 4: Udregning af risikofri rente.....	81
13.5 Bilag 5: Udregning af beta	81
13.6 Bilag 6: Budgettering og værdiansættelse af base case.....	82
13.7 Bilag 7: Budgettering og værdiansættelse af worst case	84
13.8 Bilag 8: Budgettering og værdiansættelse af best case	86

1. Indledning

Aktiemarkedet verden over, har de seneste år været præget af store stigninger, og flere aktieindeks har historisk set toppet. Tag for eksempel det amerikanske aktieindeks Dow Jones. Det lukkede historisk højt i starten af marts 2017 (euroinvestor.dk, "Dow Jones").

Kigger man på det danske aktieindeks for de 20 mest handlede aktier (OMXC20), er historien den samme. Aktieindekset er ligeledes stigende, og har historisk set toppet medio marts 2017 (euroinvestor.dk, "OMXC20").

En aktie i OMXC20, som også er steget de senere år er PANDORA. Virksomheden PANDORA blev børsnoteret på den danske børs i oktober 2010 til kurs 263,00 DKK. I dag medio april 2017 handles aktien til kurs 755,00 DKK. Historisk toppede aktien i maj 2016, hvor aktien blev handlet til kurs 994,00 DKK. Aktien ramte bunden i september 2011, hvor aktien blev handlet til kurs 36,86 DKK (nasdaqomxnordic.com, "PANDORA"). PANDORA er en aktie der handles ofte, og investorerne er såvel danske som udenlandske.

Historien om virksomheden PANDORA er interessant, da det er en virksomhed, der på relativ kort tid er vokset fra en skandinavisk virksomhed, til en international global virksomhed. Der er sikkert ingen kvinder med respekt for sig selv, der ikke kender til PANDORA og sandsynligvis har et smykke eller to fra PANDORA.

Den internationale succes i PANDORA ser ud til at fortsætte, med fortsat stigende omsætning. Ligeledes åbnes der stadigt flere butikker på både eksisterende og helt nye markeder.

Ser man på PANDORA aktiens kurs siden børsnoteringen, er kursen steget. Man kan stille sig selv de spørgsmål om PANDORA aktien fortsat skal stige? Og hvad er egentlig den korrekte pris for PANDORA aktien?

Disse spørgsmål er interessante at gå i dybden med. Jeg har derfor valgt at sætte fokus på virksomheden PANDORA og værdien af dennes aktiekurs.

1.1 Problemstilling

En markant stigning i PANDORAs aktiekurs i de senere år, skyldes bl.a. den øgede vækst, den globale succes og markedets forventninger til virksomheden. Men afspejler stigningen også den reelle værdi af PANDORA, eller er den nuværende aktiekurs ikke korrekt.

Ovenstående problemstilling danner grundlag for opgaven.

1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i PANDORA aktiens lukkekurs den 12. april 2017 på 755,00 kr., vil opgaven undersøge om denne kurs kan vurderes som den korrekte, eller om markedet over- eller undervurderer aktiekursen og dermed værdien af PANDORA.

Opgavens formål er at udarbejde en strategisk analyse, samt en rentabilitetsanalyse af PANDORA. Afslutningsvis vil der blive udarbejdet en værdiansættelse, som tjener til formål at værdiansætte virksomheden PANDORA.

Værdiansættelsen skal ses fra en privat investors synspunkt, som overvejer at investere i aktien, uden medbestemmende ejerandel i PANDORA.

1.3 Metode

Nedenstående afsnit vil se nærmere på, hvordan opgaven vil besvare problemformuleringen. Ligeledes vil opgavens opbygning blive præsenteret.

Præsentation af PANDORA

Opgaven vil indledningsvis præsentere virksomheden PANDORA. Præsentationen skal give læseren et kendskab til virksomheden. Historien bag PANDORA vil blive beskrevet, og enkelte nøgletal for virksomheden vil ligeledes blive belyst.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at belyse de ikke finansielle værdidrivere, og dermed give et overblik over, hvordan der skabes værdi i virksomheden. Den strategiske analyse dækker bredt, og belyser både eksterne og interne forhold i virksomheden.

Den strategiske analyse kan opdeles i fire underpunkter, herunder to eksterne og to interne.

- Omverdensanalyse
- Brancheanalyse
- Interne forhold

- Vækst- og konkurrencestrategi i virksomheden

Omverdensanalysen har til formål at analysere alle de makroøkonomiske forhold, der påvirker PANDORA. Analysen vil blive udarbejdet ved brug af PESTEL modellen, som undersøger de politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold som påvirker virksomheden (Sørensen Ole, 2012: s. 68).

Brancheanalysen tjener til formål at analysere den branche som PANDORA opererer i. Analysen skal vurdere virksomhedens fremtidige evne til at skabe værdi, ved at se på branchens fremtidige indtjeningsmuligheder. Til udarbejdelse af analysen benyttes modellen Porters Five Forces. Iflg. Porters Five Forces er der fem konkurrencekræfter der har indflydelse på en branches fremtidige indtjeningssevne. Konkurrencekræfterne er trussel fra nye indtrængere, rivalisering mellem eksisterende virksomheder, trussel fra substituerende produkter, leverandørernes forhandlingskraft og kundernes forhandlingskraft (Sørensen Ole, 2012: s. 69).

Den interne analyse, ser på PANDORAs interne forhold, herunder bl.a. produktsammensætning. Dette skal give et overblik over interne styrker og svagheder. Derefter vil PANDORAs vækst- og konkurrencestrategi blive analyseret, ved brug af Anshoffs fire vækststrategier. Den interne analyse skal belyse hvordan PANDORA internt griber de eksterne forhold an (Sørensen Ole, 2012: s. 88-92).

Til sidst afsluttes den strategiske analyse med en SWOT analyse, som skal opsummere de fundne konklusioner fra den strategiske analyse. SWOT analysen skal efterfølgende anvendes i forbindelse med budgetteringen af de finansielle værdidrivere (Sørensen Ole, 2012: s. 66).

Reformulering og rentabilitetsanalyse

Efter den strategiske analyse, vil der blive udarbejdet reformulering af resultatopgørelse, balance og egenkapitalopgørelse og omfatter de seneste seks år. Formålet med reformuleringen er at øge fokus på driftsaktiviteten som den primære værdiskabende aktivitet. Samtidig tjener reformuleringen det formål at bringe yderligere detaljer ind fra noterne, hvilket i sidste ende resulterer i en mere detaljeret beskrivelse af virksomheden, end den der fremgår af den officielle årsrapport (Sørensen Ole, 2012: s. 157). Reformuleringen deler regnskabsposterne op i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i DuPont pyramiden (Sørensen Ole, 2012: s. 210). Rentabilitetsanalysen skal vise, hvor PANDORA historisk set har haft sine styrker og svagheder. Analysen vil vise, hvordan de finansielle værdidrivere historisk set har udviklet sig, og vil sammen med den strategiske analyse danne grundlag for budgetteringen af de fremtidige værdidrivere, herunder nøgletal som ROE, ROIC, OG og AOH.

Budgettering og værdiansættelse

Rentabilitetsanalysen vil som nævnt belyse de historiske nøgletal, samt udviklingen af disse. I kombination med den strategiske analyse, vil rentabilitetsanalysen danne grundlag for budgetteringen af de fremtidige cash flows. Budgetteringen af cash flows er en periode på 10 budgetår og slutter med det sidste år som er terminalvæksten. Terminalvæksten er et udtryk for en konstant evigt løbende fremtidig vækst (Sørensen Ole, 2012: s. 253).

Efter budgetteringen bliver virksomhedens værdi dannet. Der findes forskellige modeller til dette. Relative værdiansættelsesmodeller er simple modeller, hvorimod de absolutte værdiansættelsesmodeller er mere komplekse. De indirekte modeller, DCF og RIDO, viser værdiskabelsen for virksomheden, hvor de direkte værdiansættelsesmodeller viser værdiskabelsen for aktionærerne (Sørensen Ole, 2012: s. 39).

Når virksomhedens værdi skal beregnes, skal der tages hensyn til virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger, når de budgetterede cash flows tilbagediskonteres. I denne opgave anvendes PANDORAs vægtede kapitalomkostninger (WACC), som diskonteringsfaktor (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 216).

I opgaven vil jeg udarbejde tre cases i værdiansættelsen. Base, best og worst case. De tre cases bygges op om forskellige scenarier for fremtiden for PANDORA. Base case vil blive bygget op om de fundne konklusioner i den strategiske analyse og rentabilitetsanalysen, og det skal ses som den primære værdiansættelse af PANDORA. Værdiansættelsen udarbejdes ved brug af DCF modellen, og resultatet kontrolleres ved brug af RIDO modellen. Best og worst case vil vise konsekvenser ved ændringer i forudsætningerne for den fremtidige vækst samt ændringer i værdidriverne i budgetperioden.

Herefter vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse, der vil vise værdiansættelsesmodellens usikkerheder. Følsomhedsanalysen belyser usikkerhederne i modellen, ved ændringer i WACC, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. I forlængelse heraf vil en diskussion af værdiansættelsesmodellens resultatet i base case blive inddraget.

Ydermere vil der på baggrund af resultatet i base case, blive beregnet forskellige multipler. Multiplerne skal danne baggrund for en sammenligning af base case og analytikerne i markedet.

Opgaven afsluttes med en konklusion, som vil sammenfatte opgavens delkonklusioner og besvare problemformuleringen.

1.4 Afgrænsning

Værdiansættelsen vil blive udarbejdet på koncernniveau, og der vil derfor ikke blive skelnet mellem forskellige forretningsenheder.

I opgaven vil der ikke blive medtaget information og data offentliggjort efter den 12. april 2017. Dette skyldes opgavens afleveringsfrist den 2. maj 2017.

Til opgavens udarbejdelse er der primært brugt offentligt tilgængeligt materiale. Der er dog i enkelte tilfælde brugt interne portaler, som offentligheden ikke har adgang til (Danske Markets).

De anvendte modeller og teorier i opgaven vil ikke blive særskilt gennemgået og forklaret i dybden, da det antages at læseren er bekendt med disse og har tilstrækkeligt kendskab til økonomisk teori. De anvendte modeller forklares derfor relativt kort.

1.5 Kildekritik

Kildematerialet der er brugt i denne opgave, kommer både fra intern og ekstern information.

Den interne information består primært af PANDORAs årsrapporter og www.pandora.dk, www.pandoragroup.com + www.pandora.net.

De interne informationer antages at være subjektive, og der er derfor en kritisk tilgang til disse. Idet PANDORA alt andet lige har en interesse i at fremstille virksomheden så positivt som muligt. Dog betragtes information fra årsrapporter som objektive, da disse bygger på realiserede resultater, og dermed er tilgangen til årsrapporterne troværdig.

Opgaven benytter mange eksterne informationer. Herunder diverse hjemmesider og avisartikler. Jeg har under hele opgaven, forholdt mig kritisk til avisartikler samt anden ekstern information generelt.

2. Præsentation af PANDORA

Dette afsnit vil indeholde en kort beskrivelse af historien om PANDORA. Formålet er at få en forståelse af virksomheden. Afsnittet vil ud over historien, også indeholde en generel præsentation af PANDORA.

2.1 Historien om PANDORA

PANDORA blev stiftet i 1982, af den danske guldsmed Per Enevoldsen og hans hustru Winnie, der åbnede en lille smykkebutik i København. Per og Winnie rejste meget til Thailand for at finde smykker, som de kunne tage med hjem til den lille butik i København. Deres mange rejser til Thailand, udviklede sig efterhånden til engroshandel med kunder i Danmark, og i 1987 lukkede den lille butik i København, og de flyttede til større lokaler. Samtidig blev den første ”in-house” designer ansat, og virksomheden begyndte nu at have fokus på at designe egne unikke smykker (pandoragroup.com, ”The PANDORA Story”).

I 1989 startede virksomheden med at producere egne smykker i Thailand.

I 2000 lancerede PANDORA sine armbånd Charms på det danske marked. Efter stor succes og voksende efterspørgsel, blev Charms lanceret globalt. I 2003 blev Charms lanceret i USA herefter fulgte Tyskland og Australien i 2004 (pandoragroup.com, ”The PANDORA Story”).

De efterfølgende år var markedet for PANDORA hurtigt voksende. PANDORA gik fra at være en Skandinavisk virksomhed til en international global virksomhed. Salget til private skete primært via tredje parts distributører, og produktionen var primært i Thailand.

I 2005 åbnede PANDORA egen produktionsvirksomhed i Thailand. Denne blev i 2008 efterfulgt af endnu en produktionsvirksomhed i samme område. Og for at styrke produktionen af de fortsat efterspurgte smykker, blev der i 2010 lanceret det tredje og fjerde nye anlæg i Thailand (pandoragroup.com, "The PANDORA Story").

I 2008 købte Axcel¹ 60% af PANDORA og i 2010 blev PANDORA introduceret på den danske børs, NASDAQ OMX Copenhagen Stock Exchange (penge.borsen.dk, "Pandora åbner for børsboom").

Nedenstående graf viser en oversigt over PANDORA aktiens udvikling siden 2010 (nasdaqomxnordic.com, "PANDORA").



2.2 PANDORA i dag

Følgende afsnit vil give et overblik over virksomheden PANDORA, som den ser ud i dag 2017. Afsnittet tager udgangspunkt i fakta, som er oplyst i årsrapporten 2016.

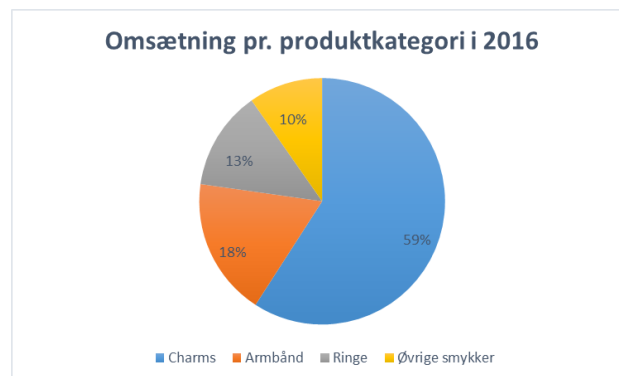
PANDORA er i dag en global virksomhed, med hovedkontor i København. PANDORA sælger smykker i over 100 lande fordelt på seks kontinenter. PANDORA inddeler sig i tre geografiske områder: Nord- og Sydamerika, EMEA (Europa, Mellemøsten og Afrika), samt Asien og Stillehavsområdet (Årsrapport 2016: s. 26).

PANDORAs kerneværdier er Pride, Passion og Performance. Visionen er at blive verdens mest elskede smykkebrand. Missionen for PANDORA er at hylde kvinder ved at give dem mulighed for at udtrykke deres personlighed gennem et univers af moderne smykker af høj kvalitet til rimelige priser (Årsrapport 2016: s. 14). De senere år er PANDORA blevet et af verdens mest kendte smykkebrands, og ifølge virksomheden har 8 ud af 10 kvinder i dag kendskab til PANDORAs brand.

¹ Axcel er en dansk kapitalfond (www.axcel.dk)

PANDORAs produktion sker på deres produktionsanlæg i Gemopolis. De planlægger at opføre to yderligere produktionsanlæg i Lamphun nær Chiang Mai og i Gemopolis, Bangkok. Fabrikken i Lamphun blev allerede færdigbygget i slutningen af 2016, og produktionen startede i marts 2017. Fabrikken skaber arbejdsplads for omkring 5.000 medarbejdere, og skal primært forbedre fremstillingen af ringe, øreringe og mere komplekse produkter (Årsrapport 2016: s. 7).

PANDORA producerer og sælger Charms, armbånd, ringe og øvrige smykker, herunder øreringe og halskæder. Fordelingen af omsætning pr. produktkategori kan ses af nedenstående figur.



Figur 1 – Kilde: Egen tilvirkning og PANDORA årsrapport 2016

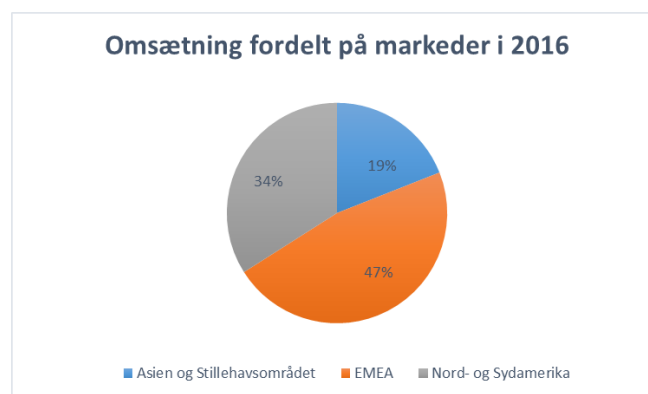
Koncernens hovedtal

PANDORA opnåede en omsætning på 20,3 mia. DKK i 2016, som fordelte sig således:

Nord- og Sydamerika: 6,902 mia. DKK

EMEA (Europa, Mellem Østen og Afrika): 9,541 mia. DKK

Asien og Stillehavsområdet: 3,857 mia. DKK



Figur 2 – Kilde: Egen tilvirkning og PANDORA årsrapport 2016

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse af PANDORA vil omhandle omverdens-, branche- og interne forhold. Den strategiske analyse skal vurdere branchens og virksomhedens muligheder og risici, og herigennem være med til at lave en kvalitativ værdiansættelse af PANDORA aktien.

Den strategiske analyse vil først omhandle omverdens forhold ved brug af PESTEL-analysen. Derefter udarbejdes der en brancheanalyse, hvor modellen Porters Five Forces anvendes. Til sidst vil de interne forhold i PANDORA blive analyseret ved brug af bl.a. PLC kurven.

3.1 PESTEL-analyse

En omverdens analyse omfatter alle de tænkelige faktorer der har indflydelse på virksomheden. Til brug for analyse på makroøkonomiskniveau vil PESTEL modellen benyttes. PESTEL modellen giver et overblik over de eksterne forhold der påvirker virksomheden, men som ikke kan kontrolleres fra virksomhedens side. PESTEL modellen er delt op i politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold (Sørensen Ole, 2012: s. 67).

3.1.1 Politiske forhold

PANDORA er som nævnt en global virksomhed, der opererer i mange lande og derfor er der mange politiske forhold, som kan påvirke PANDORA.

Selskabsskat

Moderselskabet PANDORA er skattemæssigt hjemmørende i Danmark, hvorfor ændringer i moms og selskabsskat i Danmark, har stor betydning for moderselskabet (Årsrapport 2016: s. 127). I forlængelse af vedtagelsen af ”Vækstplan DK” i juni 2013, er selskabsskatten i Danmark løbende faldet, til nu at udgøre 22% fra og med 2016 (skm.dk, ”Selskabsskat”). Denne løbende nedjustering, fra 25% i 2013 og frem til 22% i dag, har haft en positiv effekt på moderselskabet PANDORA. Deres selskabsskat er blevet lavere over de senere år.

Selvom moderselskabet PANDORA har skattemæssigt hjemme i Danmark, har koncernens datterselskaber skattemæssigt tilhør i de respektive lande de hører hjemme. Derfor har de enkelte landes skattepolitik, herunder selskabsskat, betydning for koncernen PANDORA og den samlede skat som virksomheden ender med at betale ultimo året.

Udover de enkelte landes skattepolitik, har evt. afgiftspolitik også betydning for PANDORA. I forhold til PANDORAs detailsalg af smykker til detailkunder via konceptbutikker og franchisebutikker, er der umiddelbart ingen afgiftspolitik. Men når det kommer til selve produktionen af smykkerne, som foregår i egne produktionsvirksomheder i Thailand, er der afgiftspolitik som PANDORA skal overholde og betale. Det kan for eksempel være afgifter på udledninger fra produktionsanlæggene.

Politiske forhold i Thailand

Som nævnt producerer PANDORA primært deres smykker i Thailand. Derfor er PANDORA meget afhængige af den politiske dagsorden i Thailand. Hvis der indføres stramninger for eksporten, vil PANDORA blive hårdt ramt, da de eksporterer deres varer fra Thailand og ud til resten af verden, hvor deres smykker sælges. Generelt er Thailand et eksport marked. Så det er næppe sandsynligt at den thailandske regering indfører politik imod eksport (wits.worldbank.org, "Thailand"). Men teoretisk vil det være muligt og dermed have en negativ effekt for PANDORA.

Politiske forhold i USA

PANDORA opererer ligeledes i USA, som pt. er deres største marked (Årsrapport 2016: s. 7). USA's nuværende præsident Donald Trump har flere gange bebudet at han vil have flere arbejdspladser til USA, og have produktionen igen skal foregå i USA, og dermed ikke i andre lande, som f.eks. Thailand hvor arbejdskraften er billigere (b.dk, "Trump spiller højt spil: Tvinger arbejdspladserne tilbage til USA"). Hvis dette statement realiseres, vil dette få en stor betydning for PANDORA og deres salg i USA. Det vil være utroligt omkostningstung for PANDORA, hvis de skulle oprette et produktionsanlæg i USA til at producere de smykker, der sælges på det amerikanske marked. Ydermere vil det være usandsynligt, at de gør det. Man kan forestille sig, at de fortsat vil sælge til det sydamerikanske marked fra produktionen i Thailand, men minimere salget i USA. Der hersker ingen tvivl om at det vil koste PANDORA dyrt, hvis USA skærper importen af varer. Der er mange amerikanske virksomheder, som producerer deres varer i andre lande. En stramning af importen vil alt andet lige ramme mange virksomheder, og en total nedlukning af importen vil ikke være realistisk. Derimod kan en stramning af den amerikanske import være sandsynlig, og i givet fald vil det have en negativ konsekvens for PANDORA.

Pengepolitik

De enkelte landes pengepolitik, kan ligeledes have en påvirkning på PANDORA og omsætningen. Hvis lande fører en ekspansiv pengepolitik, har dette oftest bl.a. til formål at få gang i det private forbrug. Oftest føres en ekspansiv pengepolitik i lav konjunktur. En ekspansiv pengepolitik kan øge det cykliske luksusvareforbrug, som er den kategori PANDORAs smykker repræsenterer (nasdaqomxnordic.com, "PANDORA"). Omvendt kan en kontraktiv pengepolitik lægge en dæmper på forbruget, og dermed have en negativ påvirkning for PANDORA, da en kontraktiv pengepolitik, alt andet lige vil medføre at privat forbruget falder, og især cykliske luksusvare som smykker vil falde i omsætning.

Patentrettigheder

En international anerkendt smykkegigant, som PANDORA vil alt andet lige ikke kunne undgå at nogen vil forsøge at producere og sælge kopismykker. PANDORA har en nultolerance politik over for krænkelse af

PANDORA kopismykker og PANDORA varemærker. I forlængelse heraf har PANDORA patent på flere produktkategorier. Patentrettighederne indbefatter bl.a. Charms, og Charm-armbåndets funktionalitet, herunder bl.a. lukningen på armbåndet. Patentrettigheder i USA udløber i 2023 og for andre land, som f.eks. Australien, Sydafrika og Kina, udløber patentrettighederne i 2024. Ydermere har PANDORA også patentrettigheder for deres kollektion "Essencecollection" (Årsrapport 2014: s. 37). Det er vigtigt for PANDORA at bibeholde deres patentrettigheder så længe som muligt samt at få patentrettigheder på nye produkter og lanceringer. Årsagen til dette er at det vil være nærmest umuligt for PANDORA at undgå produktion og salg af kopismykker, og hvis de har patentrettighederne på de enkelte produkter, har de lovgivningen og rettighederne på deres side.

3.1.2 Økonomiske forhold

PANDORA sælger smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Smykker er en cyklisk vare og af mere luksuspræget karakter, hvorfor det enkelte lands økonomiske forhold har betydning for PANDORA og deres omsætning. Hvis et land er i økonomisk ustabilitet vil den private forbruger alt andet lige nedprioritere en vare som smykker, da smykker ikke er en nødvendighedsvarer, men en luksusvarer.

Hvis et land bevæger sig mod deflation, kan dette have en ødelæggende effekt på økonomien, og hermed også en negativ effekt på PANDORA. Deflation medfører vedvarende prisfald og heraf fald i lønniveauet. Udbuddet vil være højere end efterspørgslen, og dette vil bl.a. presse priserne ned. Produktionen vil falde, og dette vil til sidst betyde et fald i beskæftigelsen, og dermed en øget arbejdsløshed (e-conomic.dk, "Deflation"). Dette kan have negativ effekt på PANDORA, idet at deres priser presses i bund. Dette betyder, at de må sælge varerne til lavere priser, og til sidst risikere at få en lavere overskudsgrad. Derudover vil en øget arbejdsløshed blandt forbrugerne medvirke til at privatforbruget minimeres. Ydermere så kan en konsekvens for PANDORA være, at de bliver nødt til at fyre medarbejdere, hvis priserne fortsat presses ned, produktionen falder og omsætningen af varer ligeledes falder. Der vil ikke være behov for lige så mange medarbejdere, hvis produktionen "går i stå".

Omvendt vil en økonomi i fremgang have en positiv effekt på PANDORA. Når økonomien er i fremgang, arbejdsløsheden falder, lønningerne og produktionen stiger, så stiger privatforbruget også (business.dk, "Stigende privatforbrug skaber arbejdspladser"). I opgangstider vil det være cykliske varer der især mærker opsvinget, da varer som smykker, vil være luksusvarer som privat forbrugeren nu bruger sine penge på. Ligeledes kan omsving i økonomien betyde stigende efterspørgsel, og hermed stigende priser, øget produktion og flere medarbejdere ansættes.

De senere år har der været opsving i den globale økonomi. Dette har påvirket PANDORA positivt. Forbrugerne er i jobs og tjener penge, hvilket betyder at de nu forbruger de varer som PANDORA sælger – moderne smykker af høj kvalitet (euroinvestor.dk, "Højere privatforbrug vil løfte væksten i 2017").

PANDORA er en global virksomhed. Det betyder at de handler i forskellige valuta. PANDORA handler mest i USD, CAD, AUD, GBP og EUR (Årsrapport 2016: s. 105), og er derfor mest eksponeret over for ændringer i disse valutakurser. Derfor har udviklingen i de enkelte valutakurser en betydning for PANDORA. Givet om valutakurserne ændres positivt eller negativt, har dette samme betydning for PANDORA.

Da PANDORA smykker primært produceres i guld og sølv, er de også afhængige af udviklingen og prissætningen for disse råvarer. Guld og sølv, som er de primære råvarer i PANDORAs produktion, bliver indkøbt i USD (Årsrapport 2016: s. 105). PANDORA afdækker deres råvarepriser ved sølv- og guldsvars, og afdækker råvarepriser i intervaller. Denne interne politik i PANDORA om afdækning af fremtidige råvarepriser, skal sikre stabile og forudsigelige priser (Årsrapport 2016: s. 105). Sikring af råvarepriserne sker jf. nedenstående tabel, for de kommende 12 måneder (Årsrapport 2016: s. 105):

Måneder frem	Råvare
1-3	90-100%
4-6	70-90%
7-9	50-70%
10-12	30-50%

3.1.3 Sociokulturelle forhold

Demografien verden over ændrer sig, da vi bliver ældre og lever længere (dst.dk, ”Vi lever længere”). Dette har også betydning for PANDORA, og den forbrugergruppe de henvender sig til. Hvis vi på verdensplan lever længere, og især kvinderne, så har det alt andet lige en positiv betydning for PANDORA. PANDORAs målgruppe, er efter deres egen definition de moderne kvinder i alderen 18-49 år (Årsrapport 2016: s. 20). Deres målgruppe vil dog alt andet lige blive bredere, jo længere vi lever, da der reelt set ingen aldersbegrænsning er på smykker. Den moderne kvinde er et definitions spørgsmål, og en moderne kvinde kan i princippet være 25, 45, 60 eller 75 år. Jo ældre vi bliver og jo længere vi lever, jo flere vil blive i PANDORAs målgruppe i længere tid.

Nord- og Sydamerika

USA er som nævnt PANDORAs største enkelt marked. Indkomstfordelingen i USA har derfor betydning for PANDORA. Jo mere lige fordelt indkomsten er, jo flere kunder vil alt andet lige finde PANDORAs produkter interessante. I dag er der fortsat stor forskel på rig og fattig i USA (dr.dk, ”Den sociale og økonomiske ulighed i USA er slående”). Denne ulighed påvirker PANDORA. Det må vurderes, at de ekstremt rige, nok ikke er købere for PANDORA produkter, men kunder der går efter mere luksuriøse produkter. Middelklassen er PANDORAs målgruppe, mens de fattigste ikke prioriterer varer som smykker, men derimod nødvendighedsvarer, såsom kost og logi. Derfor vil en øget ulighed, alt andet lige medføre en mindre målgruppe til PANDORAs produkter. Dog vurderes det at middelklassens størrelse i USA fortsat har potentiale for et voksende marked, hvorfor en begrænset forøgelse af uligheden ikke vil medføre en

negativ konsekvens for PANDORA. Ligeledes vurderes det sydamerikanske marked at have et stort potentiale for yderligere vækst og omsætning.

EMEA

Forbrugsvaner er en af de faktorer der kan have indflydelse på PANDORA og deres vækstmuligheder i Europa. Italien og Frankrig er de to regioner hvor der vurderes størst vækstpotentiale i Europa, da smykkebranchen i disse to regioner fortsat er præget af mange familieejede udbydere (Årsrapport 2016: s. 26 + 29). Den fremtidige udvikling i indkomstfordeling, forbrugsvaner og uddannelsesniveau vurderes at have indflydelse på væksten i EMEA, herunder især i Mellemøsten og Afrika. Europa vurderes at være den mest veletableret region i relation til de sociokulturelle forhold. Ligeledes vurderes Europa at være den region PANDORA er mest veletableret på i forhold til hele EMEA regionen.

Asien og Stillehavsområdet

Asien er PANDORAs hurtigst voksende marked og udgjorde 19% af nettoomsætningen i 2016 (Årsrapport 2016: s. 7). Især er der stor fokus på markeder som Indien og Kina. Disse to anses som værende nogle af de mest potentielle markeder for fremtidig vækst. Bl.a. den kinesiske befolkning bliver rigere og middelklassen vokser fortsat hurtigt (b.dk, ”Middelklassen og det nye Kina”). Den kinesiske befolkning forbruger mange cykliske varer, herunder også smykker. PANDORA er så småt kommet ind på det kinesiske marked, men er fortsat ikke etableret fuldt ud. PANDORA har stor fokus på potentialet på det kinesiske marked, og som et tiltag for at øge det kinesiske kendskab til PANDORA, blev deres produkter i 2016 lanceret på den kinesiske business-to-consumer platform Tmall.com, og i december åbnede PANDORA en eSTORE i Kina. Kina udgør nu 4% af koncernomsætningen, og forventningerne til dette marked er stigende (Årsrapport 2016: s. 7). PANDORA vurderer ligeledes et stort fremtidigt potentiale i Indien. Derfor har de indgået en distributionsaftale med Pan India Charms & Jewellery Private Limited, om distribution af PANDORA smykker i Indien. Planen for Indien er bl.a. at der skal åbnes ca. 50 konceptbutikker over en treårig periode, i storbyerne Mumbai, Delhi og Bangalore (Årsrapport 2016: s. 9).

3.1.4 Teknologiske forhold

PANDORA har netop åbnet deres nye produktionsanlæg i Lamphun nær Chiang Mai i Thailand. Denne fabrik skal være arbejdsplads for omkring 5.000 medarbejdere (Årsrapport 2016: s. 8). Den nye produktionsvirksomhed har det mest moderne produktionsanlæg af sin art i Asien (Pressemeddelelse PANDORA 22. marts 2017), og introducerer nye optimerede produktionsmåder. PANDORA er også ved at opføre et produktionsanlæg i Gemopolis i Bangkok. Disse to nye produktionsanlæg skal medføre en fordobling af produktionskapaciteten til over 200 mio. smykker om året inden udgangen af 2019 (Årsrapport 2016: s. 7). Disse nye fabrikker indeholder den nyeste teknologiske udvikling for produktion af smykker i

Thailand. Dette viser at PANDORA løbende forbedre deres eksisterende fabrikker, samt etablerer nye fabrikker med nyeste teknologi, når efterspørgslen for deres produkter fortsat er stigende.

Ydermere har PANDORA det seneste år lanceret en del eSTORE. Dette er PANDORAs internetbutik (Årsrapport 2016: s. 24). Internetbutikkerne er klart mindre omkostningstunge end de fysiske butikker, da der ikke skal ansættes personale til at servicere kunderne eller lejes lokaler. Der er ansat IT folk som vedligeholder eSTORE, samt optimerer hjemmesiden. Ligeledes er der medarbejdere ansat til at sørge for internetbestillingerne. Medarbejderomkostningerne er alt andet lige færre end ved de fysiske butikker. Ligeledes må internethandel anses som det nyeste teknologiske udvikling indenfor smykkebranchen. Og derfor er det vigtigt for PANDORA at følge med udviklingen, så de kan tilbyde kunderne at handle der hvor de helst foretrækker det – hjemme på sofaen via internettet eller i en af de mange fysiske butikker verden over.

Forbrugerne bruger mere og mere internettet, herunder sociale medier til at dele oplevelser og erfaringer, og derfor er det vigtigt for PANDORA at være tilstede her. PANDORA er aktiv på Facebook, Instagram, og har sin egen PANDORA CLUB, hvor man kan skrive sig op og få unikke tilbud pr. mails (Årsrapport 2016: s. 20). Dette er salgskanaler, som er vigtige for PANDORA at markere sig på, da det er her PANDORA møder deres kunder.

3.1.5 Miljømæssige forhold

En global stor virksomhed som PANDORA, må være bevidste omkring miljøet og de skærpede krav som forbrugerne løbende sætter. Dette er PANDORA også, hvilket bl.a. gør sig gældende i deres nye produktionsanlæg, som de har åbnet i Lamphun i Thailand. Produktionsanlægget tilbyder gode arbejdsforhold og er et af de mest moderne produktionsanlæg i Asien. Den nye fabrik lever op til de højeste krav til CSR og bæredygtighed. Derfor har fabrikken også fået det attraktive LEED certifikat – Leadership in Energy and Environmental Design (Pressemeddelelse PANDORA 22. marts 2017). Den nye fabrik betyder omkostning- og energibesparelse, og vil samtidig sætte nye standarder for produktionsanlæg indenfor smykkeindustrien i forhold til hastighed, modernitet og grøn profil (Årsrapport 2016: s. 37).

Mange lande og forbrugere har øget fokus på miljø- og energipolitik, hvorfor det er vigtigt for PANDORA, at de overholder de lovgivninger der er i de enkelte lande (politiken.dk, "Miljøgrupper: Donald Trump vil være et mareridt for planeten"). Som nævnt overholder de nye produktionsanlæg reglerne i Thailand og mere til, og dette har medført diverse certificeringer af produktionsanlæggene.

Hvis PANDORA ikke lever op til de miljø- og energikrav de enkelte lande har, især i Thailand hvor produktionen foregår, kan det have negativ konsekvens for PANDORA. Det kan medføre bøder for overtrædelse af miljølovgivningen, men det kan også føre til negativ omtale blandt forbrugerne. De fleste

forbrugere er i dag meget bevidste omkring miljøet, og vil gerne have kendskab til hvorledes de varer de køber, er produceret miljøbevidst (mst.dk, ”Detailhandlens rolle”).

Derfor er det også vigtigt for PANDORA at offentliggøre de nye produktionsanlæg, som miljøbevidste anlæg, og lade offentligheden vide, hvilke miljøcertificeringen anlæggene har modtaget. Denne information bør kun være positiv overfor forbrugerne, uagtet om forbrugeren går op i miljøpolitik eller ej. Det kan næppe tænkes at en virksomhed som producerer miljøvenligt, får negativ indflydelse på en forbrugers valg af varen. Det vil i så fald være i ekstreme tilfælde, at en forbruger vil fravælge en miljøvenlig produceret vare, og ses derfor ikke som en trussel.

3.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

PANDORA producerer deres smykker i Thailand og har derfor mange thailandske medarbejdere. De thailandske medarbejdere har ikke de samme fagforeningsrettigheder, som der for eksempel er i Danmark. Derfor kan det have betydning for PANDORA, hvis der sker ændringer i den thailandske arbejdsmarkedslovgivning. Det kan være lovgivning omkring mindsteløn og arbejdsforhold (business.dk, ”Pandoras thailandske succesformel”). Dog er PANDORA en international virksomhed, som løbende har fokus på arbejdsforhold. Derfor ses dette ikke som den store trussel for PANDORA, men hvis der sker markante ændringer i den thailandske arbejdsmarkedslovgivning, herunder primært lønnen, så vil dette have en indflydelse på PANDORA. Lønningerne til de thailandske medarbejdere, er væsentligt lavere end til de danske medarbejdere. Dog kan lønninger ikke sammenlignes direkte, da der er stor forskel på hvad de enkelte medarbejdere udfører af forskellige jobs, samt uddannelsesniveau. Ligeledes er leveomkostninger i Thailand også markant anderledes end i Danmark.

3.1.7 Delkonklusion på omverdens analysen

I det ovenstående afsnit er PESTEL modellen blevet gennemgået, for at finde frem til de makroøkonomiske forhold, der har indflydelse på PANDORA. Det er forhold som påvirker virksomheden, men som virksomheden ikke selv kan kontrollere.

PANDORA er en global virksomhed, hvilket betyder at den er eksponeret overfor politiske forhold verden over. Ny lovgivning og politisk uro er forhold, der kan påvirke PANDORA og kan ramme virksomheden både negativt og positivt.

PANDORAs produkter produceres primært af råvarer som guld og sølv. Derfor er PANDORA afhængige af den løbende udvikling i disse priser. Stigende råvarepriser vil have en negativ konsekvens for PANDORA, hvis de ikke formår at få denne meromkostning overført til kunden. Faldende råvarepriser vil have en positiv effekt, da dette bl.a. vil betyde lavere omkostninger fra produktion til salg af smykkerne, og heraf alt andet lige større overskud til PANDORA. PANDORA afdækker sig løbende 12 måneder frem for at sikre, at prisen på råvarerne kendes.

Økonomiske forhold er ligeledes forhold, der har stor indflydelse på PANDORA. PANDORA sælger smykker, hvilket er en cyklisk vare af mere luksuspræget karakter. Når økonomien går godt, arbejdsløsheden falder, priserne og efterspørgslen stiger, så har dette en positiv effekt på PANDORA og omsætningen. Modsat har det en negativ effekt for PANDORA, når økonomien bremses, arbejdsløsheden stiger, og privatforbruget falder.

Sociokulturelle forhold har indflydelse på PANDORA og deres målgruppe. Jo ældre vi bliver, og jo længere vi lever, må dette alt andet lige have en betydning for, at kundesegmentet bliver større. Ligeledes har forbrugsvaner og livsstil en betydning for PANDORA, da deres varer som før nævnt er cykliske varer.

PANDORA benytter sig af de nyeste teknologier indenfor smykkeproduktion. Dette vurderes bl.a. på baggrund af deres nybyggede produktionsanlæg, som har det mest moderne udstyr.

Ligeledes er PANDORA miljøbevidst i forhold til produktion af deres smykker. Deres nye produktionsanlæg har diverse certificeringer indenfor miljø.

PANDORA har patenter på nogle af deres smykker. Det vurderes, at PANDORA har interesse i at disse patenter bibeholdes, så deres produkter ikke kan kopieres.

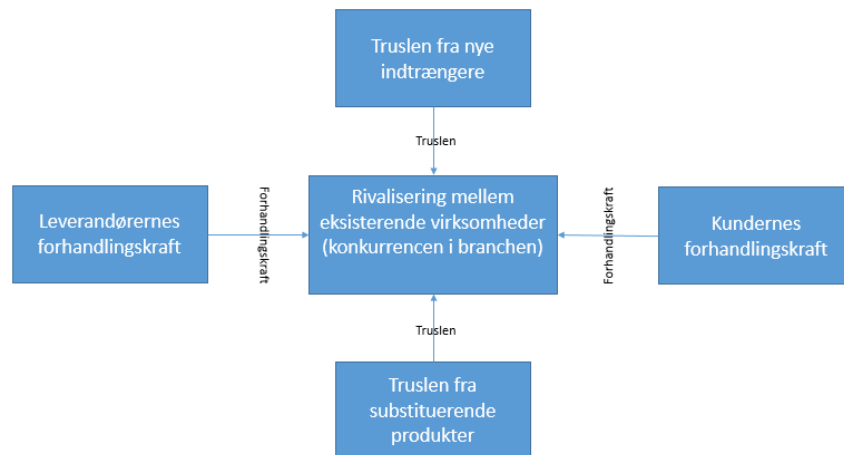
PANDORA producerer primært deres smykker i Thailand, hvorfor de er underlagt thailandsk arbejdsmarkedslovgivning, og det vurderes derfor at ville have indflydelse på PANDORA hvis denne lovgivning ændres.

3.2 Brancheanalyse

I ovenstående afsnit blev omverdenen for PANDORA analyseret. Det er nu relevant at se på smykkebranchen, og vurdere denne branches evne til at skabe værdi samt potentialet for fremtidig vækst indenfor denne branche.

Porter har udviklet modellen ”Porters Five Forces” til at analysere en branche. Modellen analyserer fem konkurrencekræfter (Sørensen Ole, 2012: s. 69):

- Rivalisering mellem eksisterende virksomheder
- Truslen fra nye indtrængere
- Truslen fra substituerende produkter
- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Kundernes forhandlingsstyrke



Figur 3 – Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, 2012: s. 69

Som modellen viser, er den enkelte smykkeproducent udsat for konkurrence internt i branchen. Hvor stor konkurrencen er, er interessant at undersøge da den viser hvor attraktiv branchen er.

Modellen er bygget op af trussel og forhandlingskraft. Hver smykkeproducent er udsat for trussel fra nye indtrængere samt substituerende produkter. Ligeledes har hver smykkeproducent en forhandling mellem leverandørerne og kunderne, for at øge deres indtjeningsmuligheder bedst muligt.

I det følgende afsnit vil modellen blive gennemgået ud fra den globale smykkebranche, som PANDORA opererer i.

3.2.1 Truslen fra nye indtrængere

Smykkebranchen er globalt præget af mange udbydere. Der findes mange internationale smykkeproducenter samt mange små nationale smykkedesignere, som sælger deres produkter i egne butikker, hos andre forhandlere og via internettet (2deloitte.com, ”De danske smykkeproducenter i hård konkurrence”). Smykkebranchen er en del af modebranchen, hvilket betyder, at der hele tiden er nye trends og heraf også nye aktører på markedet. Dette betyder også en relativ hyppig udskiftning, og derfor vurderes markedet for nye indtrængere relativt stort.

I de enkelte lande vil der alt andet lige findes mange nationale små udbydere. Disse smykkeproducenter udbyder deres smykker fra forskellige salgskanaler. I Danmark findes der mange små smykkedesignere, som sælger deres smykker i egne butikker, sælger deres smykker via andre smykkeforhandlere, eller sælger deres smykker via internettet, f.eks. hjemmesider. Internettet gør det muligt for mange udbydere at sælge deres produkter uden de helt store salgs-omkostninger, da de bl.a. ikke skal betale husleje, hvis smykkerne ikke sælges i fysiske butikker, men kun via internettet. Dette gør også branchen fleksibel overfor den enkelte kunde, da smykkerne kan købes, når det passer kunden.

PANDORA er en global smykkegigant, som producerer deres egne smykker, og sælger dem i butikker verden over samt på internettet via deres egne eSTORES. PANDORA er en så stor global aktør på markedet, at nye mindre smykkedesignere ikke kan ses som en direkte trussel til PANDORA. At der løbende kommer nye mindre aktører på markedet, er ikke en direkte trussel til PANDORA, da deres marked er så stort og velintegreret at det vurderes at de fleste af deres eksisterende kunder fortsat vil foretrække dem, selvom en mindre aktør kommer ind på markedet. Og selvom nogle af PANDORAs kunder vil handle hos en mindre ny aktør, er det ikke en indtjeningsbarrierer for PANDORA, da deres omsætning ikke vil blive påvirket af enkelte kunder træffer et andet valg, grundet deres størrelse. Det skal være væsentlig større kundegrupper som pludselig vælger PANDORA fra.

Grundet PANDORAs globale tilstedeværelse og omsætningsvækst, vurderes truslen fra nye indtrængere relativt begrænset. PANDORA henvender sig til den almindelige forbruger, og har derfor et bredt kundesegment. Samtidig udvikler PANDORA løbende deres sortiment, hvilket vidner om at de følger med i udviklingen og de aktuelle trends, samt at de er indstillet på løbende at forbedre og udvikle deres produkter.

Det vil være svært for nye indtrængere at komme ind på det store globale marked, som PANDORA opererer på, og nye mindre aktører på markedet vurderes, som nævnt ikke som en direkte trussel til PANDORA.

3.2.2 Truslen fra substituerende produkter

Smykkebranchen er en del af modebranche, hvilket betyder at der løbende kommer nye trends. Smykker som halskæder, armbånd, ringe og øreringe er trends som løbende skifter design og form, men ikke decideret udgår fra markedet. Dette betyder også at der altid vil være et marked for de klassiske smykker, og substituerende produkter ses derfor meget begrænsede.

De seneste år har en af de populære modetrends været tatoveringer (bt.dk, ”Tatovør afslører: Denne 00’er-tatovering er på vej tilbage”). Mange får udsmykket deres krop med tatoveringer i mange forskellige former og udstrækninger (inkedmag.com, ”Tattoo trends for 2016”). Disse tatoveringer kan ses som et substituerende produkt til smykker. Denne form for udsmykning af kroppen er en permanent løsning, og selvom der er tale om en kropsudsmykning, som klassiske smykker reelt set også er, ses det ikke som den store trussel. De fleste forbrugere vil fortsat have smykker, selvom de også har tatoveringer, og det vil være de færreste, som kun får tatoveringer og slet ikke køber smykker længere. Derfor ses tatoveringer heller ikke at have en negativ konsekvens for PANDORA, da det vil være et begrænset antal kunder som fravælger smykker.

Ligeledes ses piercinger som et substituerende produkt for smykker. Piercinger kan fås i mange designs. Piercinger er mere permanente end smykker, da de er piercet fast i kroppen. Piercinger kan løbende udskiftes til nye designs, men det ses ikke lige så hyppigt som ved almindelige smykker, som skiftes dagligt.

Piercinger ses ligesom tatoveringer, som substituerende produkter for smykker, men det antages ikke at være en direkte trussel mod smykkebranchen generelt.

3.2.3 Leverandørernes forhandlingskraft

PANDORAs leverandører er bl.a. forhandlere af råvarer som guld, sølv og diamanter. PANDORA har et regelsæt, som den enkelte leverandør skal gennemgå, før en evt. leverandøraftale kan blive forhandlet på plads. Når der indgås en leverandøraftale, underskriver leverandøren en kontrakt om adfærdskodeks med PANDORA. Denne kontrakt omfatter virksomhedsintegritet, menneskerettigheder og miljøforhold (Årsrapport 2016: s. 35). PANDORA har i 2011 etableret ”Responsible Supplier Programme”, som sikrer en screening, risikovurdering, uddannelse og dialog med leverandørerne og sikrer rettidig opfølgning i tilfælde af manglende efterlevelse fra leverandørens sider.

For at sikre arbejdsforholdene fra de produkter hvor PANDORA benytter sig af leverandører, primært i forbindelse med minedrift, bruges der genanvendeligt guld (86%) og genanvendeligt sølv (91%). Derudover benytter PANDORA primært syntetiske smykkesten. Alle de produkter PANDORA benytter fra leverandører, kan desuden spores tilbage til den ansvarlige leverandør, som også er certificeret som ansvarlig leverandør (Årsrapport 2016: s. 35).

PANDORA er en global virksomhed, som har stor fokus på miljø, arbejdsvilkår og menneskerettigheder. Dette har de stor fokus på, da deres slutforbruger stiller krav og forventninger til virksomhedens etiske standarder. Derfor er PANDORA også medlem af FNs Global Compact, og hele PANDORA koncernen er certificeret i henhold til bestemmelserne i Responsible Jewellery Councils (RJC) ”Code of Practices”, som indeholder FNs vejledende principper for erhvervslivet og menneskerettigheder. PANDORA er ligeledes også medlem af styregruppen ”The Danish Business Network for Human Rights” (Årsrapport 2016: s. 35).

Grundet PANDORAs krav og standarder for leverandørerne, vurderes leverandørernes forhandlingskraft relativ lav. Der findes forskellige leverandører af guld og sølv, og hvis den enkelte leverandør ikke lever op til PANDORAs krav, sker der udskiftning. Samtidig er guld og sølv markedet et gigantisk markedet, hvor priserne generelt styres af markedet (euroinvestor.dk, ”gold”). Det betyder, at PANDORA ikke har den store forhandlingskraft overfor den enkelte leverandør om den konkrete pris på guld og sølv. PANDORAs forhandlingskraft overfor leverandørerne er i givet fald i forhold til retningslinjer og etiske standarder. Priserne på de enkelte råvarer kan ikke direkte styres fra PANDORAs side, da markedet er så stort og derfor er priserne på guld og sølv som nævnt markedsbestemte.

Grundet størrelsen på markedet for guld og sølv, må det antages at dette skaber fri konkurrence for leverandørerne. Samtidig med at PANDORA relativt let vil kunne finde alternative leverandører, vurderes det at PANDORAs forhandlingskraft overfor leverandørerne er større, end leverandørernes forhandlingskraft overfor PANDORA.

3.2.4 Købernes forhandlingskraft

PANDORA sælger sine smykker i egne butikker på tre forskellige salgskanaler, via PANDORA-konceptbutikker, shop-in-shops og online ved eSTORE. PANDORA sælger også sine smykker via multibrandede butikker og franchisepartnere (Årsrapport 2016: s. 24). Ved de salgskanaler som PANDORA selv ejer, kommer de helt ud til slutforbrugeren, og har hermed en høj forhandlingskraft, da det er PANDORA der bestemmer indretningen af butikken, reklamerne i vinduerne, hvilke smykker der udstilles samt salgspersonales uddannelse. Ved de PANDORA ejede butikker, kan PANDORA dermed selv komme helt ud til slutforbrugeren, hvilket må antages at være en fordel for PANDORA på de markeder hvor de er veletablerede. I forlængelse heraf vurderes dette også som en medvirkende årsag til at PANDORA de senere år har reduceret antallet af multibrandede butikker, og forventer at antallet fortsat skal reduceres på de veletablerede markeder (Årsrapport 2016: s. 24).

PANDORA har også samarbejde med flere franchisetager, og dette har især været gældende på de nye og voksende markeder som PANDORA er indtrådt på, da disse forhandlere kender kunderne, og derfor kan nå ud til et bredere kundesegment. I de tilfælde hvor PANDORA sælger deres produkter via franchisebutikker, må det vurderes at være disse, der har den højeste forhandlingskraft. Der er alt andet lige indgået en aftale mellem PANDORA og franchisebutikkerne om, hvor stor en omsætning der skal genereres, samt over hvilken periode. Dette vurderes at gøre forhandlingskraften mindre for både PANDORA og de enkelte franchisebutikker. Dog må det vurderes, at PANDORA på de etablerede markeder har den største forhandlingskraft, da de enten kan vælge nye franchisetagere at forhandle med eller få etableret selvejende butikker. På de helt nye markeder, hvor PANDORA endnu ikke er veletableret, er det en fordel for franchisetageren, der samarbejdes med. Det vurderes at det er franchisetagerne, der har den største forhandlingskraft, da de kender kundesegmentet og dermed er på hjemmebane.

3.2.5 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Som nævnt er der globalt set mange udbydere i smykkebranchen. De fleste udbydere er nationale og mindre smykkeproducenter.

PANDORA er en unik smykkegigant, som er veletableret på mange markeder verden over, og som omsætningsmæssigt har en størrelse, hvor de færreste kan følge med. PANDORA er et af verdens største smykkegiganter, og den største indenfor ”affordable luxury”.

På det internationale globale marked, må amerikanske Tiffanys være en af PANDORAs nærmeste konkurrenter. Tiffanys er et stort internationalt smykkefirma, som hovedsageligt henvender sig til de samme markeder som PANDORA. Dog kan disse to selskaber ikke direkte sammenlignes, da Tiffanys produkter oftest er en smule dyre og mere eksklusive, og derfor henvender Tiffanys sig til et lidt andet kundesegment end PANDORA (finans.dk, Konkurrent-melding tegner godt for Pandora”). Men de agerer på de samme markeder.

PANDORAs nærmeste konkurrenter må derfor være de mindre smykkevirksomheder, som PANDORA møder nationalt i de lande hvor de er repræsenteret. Der findes mange små og mellemstore smykkeproducenter verden over, og det er derfor vigtigt for PANDORA at have kendskab til de andre smykkeproducenter i de enkelte lande, hvor de er repræsenteret. PANDORA har som nævnt ikke direkte konkurrence fra en sammenlignelig virksomhed, da PANDORA er unik i forhold til deres størrelse, globale succes og kundesegment. Men PANDORA møder stadig konkurrence, blot primært fra de mindre nationale smykkeproducenter.

I smykkebranchen generelt er der stor konkurrence indenfor produktkategorier. Dette skyldes, at smykkeproducenter verden over, uanset størrelse, producerer det samme. Det forbrugerne efterspørger er klassiske smykker som armbånd, halskæder, ringe og øreringe. Det som de enkelte smykkeproducenter differentierer sig på er design, kvalitet, mærke og pris. Derfor er det også vigtigt, at PANDORA løbende udvikler deres sortiment og skaber nye produkter, så de kan fortsætte væksten på deres etablerede markeder, såsom helt nye markeder.

PANDORA tjener mest på deres armbånd Charms. Charms blev lanceret i 2000, og er PANDORAs hidtil største succes. I 2016 stod Charms for 77% af omsætningen (Årsrapport 2016: s. 18), og må derfor vurderes at være en uvurderlig del af PANDORA og deres sortiment. I forhold til design og konceptet bag Charms er PANDORA ret unikke. Der har været nationale konkurrenter, som har forsøgt sig med lignende, men uden den store succes. Her kan nævnes den danske virksomhed Trollbeads (Troldekugler Danmark A/S), som har et lignende produkt til PANDORAs charms. Trollbeads er ikke lige så internationalt anerkendt som PANDORA, og vurderes derfor ikke som en international konkurrent, men som en national konkurrent. Ydermere vurderes konkurrencen begrænset til armbånd kollektionen Charms (trollbeads.com).

Konkurrencen i smykkebranchen er vedvarende, og primær national. Dette har også betydning for PANDORA. Dog skiller PANDORA sig væsentligt ud fra de fleste konkurrenter i smykkebranchen, da de er verdens største smykkegigant indenfor "affordable luxury". Dette medvirker til at PANDORA ikke er direkte i konkurrence med andre tilsvarende virksomheder. Udfordringen for PANDORA består i at overbevise forbrugeren om at man godt kan få kvalitet for relativt få penge. Det gælder fremfor alt for PANDORA at have den rigtige markedsføring, så det rigtige kundesegment rammes for de enkelte lande. Dette vurderes at være af afgørende faktor for, at PANDORA har øget deres markedsføringsbudget (Årsrapport 2016: s. 20).

3.2.6 Delkonklusion på brancheanalyse

I ovenstående afsnit er modellen Porters Five Forces blevet gennemgået. Formålet var at analysere konkurrencesituationen i smykkebranchen.

Analysen viser, at der er relativt mange smykkeproducenter verden over. De fleste er små og mellemstore virksomheder, og dermed ikke internationale virksomheder med en omsætningsstørrelse som PANDORA. Adgangsbarrierer for nye indtrængere blev vurderet lave og næsten ikke eksisterende, da de fleste kan sælge deres smykker, enten ved små selvejende virksomheder, ved at få solgt sine produkter af andre smykkevirksomheder, eller ved at sælge sine smykker online via internettet. Konklusionen er, at smykkebranchen er præget af mange udbydere, og der kommer tit nye til.

Substituerende produkter til smykker er begrænsede. Der findes mange forskellige slags smykker, designs m.m. Substituerende produkter vurderes til at være tatoveringer og piercinger. Dette er en kropsudsmykning, ligesom de klassiske smykker også er. Dog vurderes truslen fra substituerende produkter begrænset.

Leverandørerne vurderes at have den største forhandlingskraft, da smykkedesignere har behov for guld, sølv og smykkesten, for at kunne producere og sælge deres produkter. Priserne for guld og sølv er markedsbestemte, så her har hverken leverandørerne eller køberne den store forhandlingskraft i forhold til pris.

Det vurderes, at PANDORA har en unik position i forhold til forhandlingskraft overfor leverandørerne. PANDORA har et etisk ansvar overfor miljø og arbejdsforhold, og derfor udfærdiger de en kontrakt som leverandørerne skal underskrive, før et samarbejde kan begynde. PANDORA vil let kunne finde nye forhandlere af guld og sølv, grundet det store marked herfor, hvorfor det vurderes, at PANDORA har en større forhandlingskraft overfor leverandørerne, end leverandørerne har overfor PANDORA.

Det blev vurderet at, på de markeder, hvor PANDORA i dag er veletablerede, har PANDORA en høj forhandlingskraft både ved de butikker, som de selv ejer samt de franchise- og multibrandede butikker, hvor deres smykker sælges.

Ved de nye markeder, hvor PANDORA endnu ikke er veletableret, vurderes det at være kunderne, altså franchis- og de multibrandede butikker, der har den største forhandlingskraft. I forlængelse heraf vurderes det som årsag til at PANDORA lukker flere ikke selv-ejede butikker, for at åbne egne butikker på de veletablerede markeder.

Konkurrencen mellem de eksisterende smykkeproducenter er tilstede. Da PANDORA skiller sig ud i forhold til de generelle smykkeproducenter, som må antages at være små og mellemstore virksomheder, ses konkurrencen ikke som en stor trussel til PANDORA. Nationalt får PANDORA konkurrence af mindre virksomheder, men da ingen i markedet har samme position som PANDORA, betragtes konkurrencen ikke som en direkte trussel.

3.3 Intern analyse

I ovenstående afsnit blev omverdens- og brancheforholdene for smykkebranchen analyseret. Det er nu interessant at se på den interne strategi i PANDORA, herunder interne forhold, produktsammensætning og vækststrategi.

Den interne analyse af PANDORA har til formål at undersøge, hvordan PANDORA har valgt at positionere sig på markedet samt hvorledes dette valg skal give dem konkurrencefordel og fremtidig rentabilitet samt vækst.

3.3.1 Strategi, vision og mission

Strategien i PANDORA er at blive verdens mest elskede smykkebrand. PANDORA har defineret deres strategi i fire strategiske søjler, og disse er med til at danne baggrund for arbejdet hen mod ambitionen (Årsrapport 2016: s. 14). De fire strategisøjler er:

- Komplet smyksesortiment
- Ét brand – udvalgte segmenter
- Shoppingoplevelse med fokus på brand
- Afbalanceret global virksomhed

PANDORAs vision er at blive verdens mest elskede smykkebrand (Årsrapport 2016: s. 14).

PANDORAs mission er at hylde kvinder ved at give dem mulighed for at udtrykke deres personlighed gennem PANDORAs univers af moderne smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser (Årsrapport 2016: s. 14).

Komplet smyksesortiment

PANDORAs produktunivers er bredt og skal afspejle missionen om at sælge håndforarbejdede moderne smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. PANDORAs ”affordable luxury”-smykker har et moderne design og giver den enkelte forbruger mulighed for at sammensætte sine smykker og hermed fortælle sin egen historie (Årsrapport 2016: s. 18).

PANDORA har syv produktlanceringer årligt, og lanceringerne finder sted omkring traditionelle modesæsoner, højtider og mærkedage (Årsrapport 2016: s. 16). Tidspunkterne for lancering er et bevidst strategisk valg, da det medvirker til at forbrugeren hele tiden har et udvalg af nye produkter. Ligeledes sikrer det PANDORA kontinuerlig travlhed i deres butikker verden over, samt på deres online salgskanaler, herunder eSTORE og markedsføring gennem sociale medier.

Charms og armbånd

Charms og armbånd er en af PANDORAs kerne produktkategorier. Charms blev lanceret i 2000, og er fortsat det produkt der har den største omsætning. I 2016 udgjorde omsætningen af Charms og armbånd 77% af den samlede omsætning (Årsrapport 2016: s. 18). Der er stor fokus på kategorien Charms, hvorfor kollektionen løbende bliver udskiftet med nye charms samtidig med at nogle udgår fra kollektionen. Det er vigtigt, at PANDORA har stor fokus på Charms og armbånd, så de sørger for, at der hele tiden er nye kollektioner, som henvender sig til de eksisterende og tiltrækker nye kunder. Da det er, den kategori der ubetinget udgør den største andel af koncernens omsætning, er det vigtigt for PANDORA at fastholde kundegrundlaget samt tiltrække nye. Og dette kan de bl.a. gøre ved løbende at udvikle deres kollektion. Charms er en stor succes for PANDORA, hvilket ses på baggrund af at Charms siden lanceringen i 2000, har været et stort hit hos forbrugeren og fortsat i dag udgør en så stor del af kerneforretningen, herunder omsætningen (Årsrapport 2016: s. 18).

PANDORA er naturligt bevidst om deres unikke position indenfor Charms, og har derfor også patentrettigheder på disse (Årsrapport 2014: s. 37).

Ringe

Ringe er PANDORAs næststørste kerne produktkategori, og udgjorde i 2016 13% af den samlede omsætning (Årsrapport 2016: s. 19). Ringe er derfor også en kategori, PANDORA har fokus på. De udvikler løbende nye design med lancering af kollektioner til følge. Det unikke ved PANDORAs ringe er, at de matcher resten af PANDORAs smykker, og samtidig kan de fleste ringe kombineres, således at forbrugeren bærer flere PANDORA ringe samlet (Årsrapport 2016: s. 19).

Øreringe

Øreringe er en af PANDORAs mindste produktkategorier målt på omsætning. Øreringe udgjorde i 2016 5% af den samlede omsætning (Årsrapport 2016: s. 19). Øreringe er en produktkategori som PANDORA har haft lige siden etableringen, men det er ikke den produktkategori, der sælger bedst i forhold til Charms. Øreringe udgør ca. 20% af det globale smykkemarked (Årsrapport 2016: s. 15), hvorfor det er et stort fokusområde for PANDORA, da øreringe fortsat repræsenterer et stort vækstpotentiale.

Halskæder og vedhæng

Ligesom øreringe er halskæder og vedhæng en mindre produktkategori for PANDORA. I 2016 udgjorde halskæder og vedhæng 5% af den samlede omsætning (Årsrapport 2016: s. 19). PANDORAs halskæder og vedhæng kan kombineres med de øvrige produktkategorier eller bæres alene. Det er en produktkategori PANDORA løbende produktudvikler og lancerer nye sortimenter indenfor (Årsrapport 2016: s. 19).

Ét brand – udvalgte segmenter

PANDORA er et unikt brand, og har derfor stor fokus på at markedsføre sig som ét brand. PANDORAs målgruppe er kvinder i alderen 18-49 år (Årsrapport 2016: s. 20), hvilket må betegnes som en bred målgruppe. Derfor er det vigtigt for PANDORA at have fokus på markedsføring, herunder målrettede globale kampagner. PANDORA skal ramme et bredt kundesegment, der udover geografisk forskellighed, også er aldersmæssigt forskellige. Dette sætter store krav til markedsføringsteamet, der skal forsøge at ramme de forskellige kundesegmenter dér hvor de er. Dette har derfor også betydning for markedsføringskanaler. PANDORA har stor fokus på øget online markedsføring, herunder sociale medier og TV, samtidig med at de fortsat bruger traditionelle markedsføringskanaler som trykte reklamer og brochure (Årsrapport 2016: s. 20).

Shoppingoplevelse med fokus på brandet

PANDORA smykker kan købes de fleste steder rundt om i verden. Smykkerne kan købes i PANDORA ejede butikker, eller i franchisebutikker som har et samarbejde med PANDORA. For PANDORA er det vigtigt, at forbrugerne får den samme unikke shopping oplevelse, hvor end de vælger at købe deres smykker. Derfor har PANDORA også løbende fokus på salgspersonalets uddannelse og viden. Den ultimative shopping oplevelse fås i en af PANDORAs konceptbutikker. Dette er bl.a. en af bevæggrundene for, at PANDORA løbende åbner nye konceptbutikker, da de fra disse butikker selv kan kontrollere salgspersonalets uddannelse, produkternes placering og udsmykning samt branding af PANDORA brandet som helhed (Årsrapport 2016: s. 24).

Afbalanceret global virksomhed

PANDORA har over 8.100 forhandlere fordelt på mere end 100 lande, hvilket gør at forbrugerne har adgang til PANDORAs smykkeunivers hvor end de befinder sig verden over (Årsrapport 2016: s. 26).

PANDORAs kerne produktkategori er som nævnt Charms. Dette produkt opfordrer til at man fortsat køber forskellige Charms til sit armbånd. Derfor er produktet et smykke, som den enkelte forbruger løbende kan udvikle og forandre looket, ved at udskifte Charms. På de markeder hvor PANDORA i dag er et veletableret brand, især med fokus på Charms, er PANDORAs målsætning at videreudvikle resten af deres produktkategorier. Ligeledes har PANDORA fokus på at blive et større velkendt brand og etablerer sig derfor løbende på nye markeder. PANDORA har den seneste tid haft stor fokus på at etablere sig i Kina. Dette er løbende sket med nye konceptbutikker, samt online handel via samarbejdsaftale med Alibaba-koncernen og åbning af eSTORE. Dette har medført til et øget kendskab til PANDORA blandt de kinesiske forbrugere, og PANDORA forventer fortsat at udvikle dette marked i et afmålt, men ambitiøst tempo (Årsrapport 2016: s. 28). Kina er verdens største smykkemarked med en anslået værdi på ca. 700 mia. DKK, og dermed et vigtigt nyt marked for PANDORA, med stort vækstpotentiale (Årsrapport 2016: s. 28).

3.3.2 PLC-kurven (Product Life Cycle)

PLC-kurven bygger på teorien om at de fleste produkter gennemgår fire forskellige faser i deres livscyklus.

De fire faser er (Sørensen Ole, 2012: s. 77):

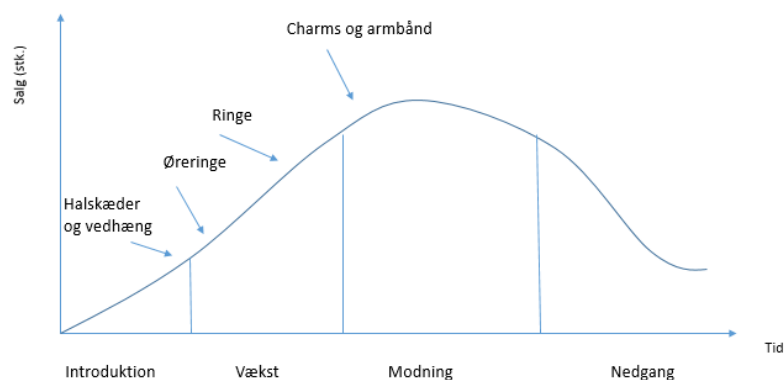
- Introduktionsfasen
- Vækstfasen
- Modningsfasen
- Nedgangsfasen.

Formålet med PLC-kurven er at finde frem til grundlaget for fremtidig indtjening i PANDORA via deres forskellige produktkategorier. For at PANDORA kan skabe rentabilitet, er det vigtigt at de fleste produkter befinder sig i modningsfasen (marketingteorier.dk, "PLC-kurven").

Produkter der befinder sig i introduktionsfasen er præget af en meget lille men begyndende vækst, og er derfor typisk ikke rentable. Vækstfasen er præget af en kraftig vækst i salget, og produktet har derfor vist sig levedygtigt. Vækstfasen er oftest præget af lave adgangsbarrierer, hvilket betyder at mange nye virksomheder forsøger at trænge ind på markedet. Rentabiliteten og cash flows vil øges i vækstfasen. I modningsfasen stabiliseret rentabiliteten og cash flows, og markedsvæksten er til sidst aftagende. I denne fase har adgangsbarriererne en tendens til at stige igen, idet erfarings- og stordriftsfordele udnyttes af de etablerede virksomheder. Nedgangsfasen er præget af faldende salg, og hård priskonkurrence gør markedet mindre attraktivt og mange virksomheder vælger derfor at forlade branchen. Ofte er nye produkter kommet til, som forbrugeren køber i stedet for (Sørensen Ole, 2012: s. 77-80).

For at analysere grundlaget for fremtidig indtjening i PANDORA, vil hver produktkategori blive placeret og vurderet i forhold til PLC-kurven og produktets fase.

Nedenfor ses PLC-kurven, samt placering af de enkelte produktkategorier herpå:



Figur 4 – Kilde: Egen tilvirkning og marketingteorier.dk

Introduktionsfasen

Halskæder og vedhæng vurderes at være PANDORAs eneste produkt, som befinder sig i introduktionsfasen. I årsregnskabet 2016 er halskæder og vedhæng klassificeret under kategorien "øvrige smykker". I denne kategori befinder øreringe sig ligeledes (Årsrapport 2016: s. 6).

Øvrige smykker udgjorde 1.975 mio. DKK af omsætningen på i alt 20.281 mio. DKK i 2016. PANDORA har oplyst at halskæder og vedhæng udgjorde 5% af den samlede omsætning i 2016 (Årsrapport 2016: s. 19).

Årsagen til at halskæder og vedhæng vurderes til at være i introduktionsfasen, skyldes at det fortsat er blandt den produktkategori, der udgør den laveste omsætning. Halskæder og vedhæng vurderes til at være i slutningen af introduktionsfasen og på vej over i vækstfasen. Dette vurderes på baggrund af stigende omsætning i 2016 samt at det er en produktkategori, hvor der løbende introduceres nye sortimenter. PANDORA lancerede i 2016 et nyt sortiment af "loket-halskæder" (Årsrapport 2016: s. 19).

Vækstfasen

Øreringe og ringe vurderes begge at befinde sig i vækstfasen. De befinder sig dog ikke i samme ende af vækstfasen. Øreringe vurderes at befinde sig i starten af vækstfasen. Som tilfældet er med halskæder og vedhæng, er øreringe i årsrapporten 2016, samlet under kategorien "øvrige smykker" og har derfor ikke en særskilt kategori. Øreringe har været et af PANDORAs fokusområder i 2016 (Årsrapport 2016: s. 6), hvorfor øreringe vurderes at være i starten af vækstfasen. Der vurderes at være et stort uudnyttet potentiale, da øreringe udgør ca. 20% af det globale smykkemarked (Årsrapport 2016: s. 15). Det er derfor en kategori hvor der ses stort vækstpotentiale for PANDORA, men som fortsat befinder sig i starten af vækstfasen, da øreringe blot udgør 5% af den samlede omsætning (Årsrapport 2016: s. 19).

Ringe vurderes ligeledes at befinde sig i vækstfasen. Dog vurderes ringe at befinde sig væsentlig længere inde i vækstfasen end øreringe gør. Ringe stod i 2016 for 2.643 mio. DKK af den samlede omsætning på 20.281 mio. DKK. Ringe udgør dermed 13% af den samlede omsætning, og salget steg med 28% i 2016 (Årsrapport 2016: s. 19). På baggrund af det stigende salg vurderes ringe at være godt etableret i vækstfasen. Ringene udvikles fortsat, og der ses tillige et stadigt voksende marked for ringe, hvorfor vækstpotentialet bestemt er tilstede.

Modningsfasen

Charms og armbånd er som nævnt den største produktkategori målt på omsætning. I 2016 stod Charms og armbånd for henholdsvis 11.991 mio. DKK og 3.672 mio. DKK af den samlede omsætning på 20.281 mio. DKK. Charms og armbånd udgjorde dermed 77% af den samlede omsætning i 2016 (Årsrapport 2016: s. 18). Det vurderes at Charms og armbånd fortsat har et vækstpotentiale, hvorfor produktkategorien placeres

i starten af modningsfasen. Produktkategorien er veletableret blandt forbrugerne, men det er fortsat en attraktiv vare for både eksisterende og nye kunder. Derfor vurderes Charms og armbånd ikke at have nået deres maksimale omsætning, og befinder sig derfor ikke langt inde i modningsfasen. Dette skal også ses i forlængelse af PANDORAs unikke position på markedet, som en global anerkendt smykkegigant med patentrettigheder for Charms. Det vurderes at Charms og armbånd har potentiale til at blive i starten af modningsfasen længe endnu, og dermed fortsat have stor omsætning og vækstpotentiale. Erfarings- og stordriftsfordele udnyttes af de etablerede virksomheder i modningsfasen (Sørensen Ole, 2012: s. 79), og dette må PANDORA vurderes at gøre. De udvider deres eksisterende markeder, samtidig med at de har fokus på nye markeder, hvor der ses stort potentiale, heriblandt Kina.

3.3.3 Delkonklusion på PLC-kurven

Ovenstående afsnit analyserede PANDORA og deres produktkategoriers placering på PLC-kurven. Analysen havde til formål at vurdere hvilke produktkategorier der var mest rentable for PANDORA.

Produktporteføljen i PANDORA er primært placeret i vækst- og start modningsfasen. Dette er positivt i forhold til fremtidig rentabilitet og vækst, da det netop er i disse faser rentabiliteten er størst og potentialet herfor (Sørensen Ole, 2012: s. 79).

Analysen konkluderede at halskæder og vedhæng er en produktkategori der befinder sig i slutningen af introduktionsfasen. Det er dermed ikke den produktkategori som har den største omsætning. Ligeledes blev øreringe konkluderet til at være i starten af vækstfasen. Dette skyldes det seneste års fokus på denne produktkategori, samt det fremtidige potentiale, da øreringe globalt set udgør omkring 20% af det samlede smykkemarked.

Det blev konkluderet at ringe befinder sig i vækstfasen. Ringe er en produktkategori som omsætningsmæssigt er steget 28% det seneste år. Potentialet for fremtidig omsætning ses derfor stort for ringe, og denne produktkategori vurderes at befinde sig godt over midten i vækstfasen.

Charms og armbånd er ubetinget PANDORAs største produktkategori målt på omsætning. Charms og armbånd konkluderes at befinde sig i starten af modningsfasen. Det er et veletableret produkt som forbrugerne genkender, og der ses fortsat et stort vækstpotentiale, hvorfor produktkategorien placeres i starten af modningsfasen. PANDORA udnytter sin erfaringsposition for dette produkt ved at udvikle produktet på eksisterende markeder og introducere produktet på helt nye markeder.

3.3.4 Anshoffs fire vækststrategier

I ovenstående afsnit blev PANDORAs interne strategi og produksammensætning analyseret. Det bliver interessant at undersøge PANDORAs vækststrategi for fremtiden. Nedenstående analyse tager udgangspunkt i Anshoffs fire vækststrategier.

Nedenstående figur viser Anshoffs vækstmatrice (virksomhedb.systime.dk, ”Ansoffs vækstmatrice”):

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

Figur 5 – Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen 2012, s. 89

Anshoffs fire vækststrategier er bygget op omkring produkt og marked. De fire muligheder der ifølge Anshoff kan anvendes til vækststrategi er markedspenetrering, markedsudvikling, produktudvikling og diversifikation (Sørensen Ole, 2012: s. 89).

Markedspenetrering er den mest enkle af de fire vækststrategier. Markedspenetrering består i at virksomheden forøger salget af eksisterende produkter på nuværende markeder. Markedspenetrering er dermed også den defensive vækststrategi (Sørensen Ole, 2012: s. 90).

Markedsudvikling går ud på at øge salget af eksisterende produkter på nye markeder. Denne strategi bruges oftest i de tilfælde, hvor det eksisterende marked nærmer sig eller har passeret mætningspunktet, og nye markeder med stort vækspotentiale er tilgængelige (Sørensen Ole, 2012: s. 90).

Produktudvikling fokuserer ikke på markedet, som de to ovenstående strategier, men har fokus på produkterne. Strategien skaber vækst ved salg af nye produkter på de eksisterende markeder. Produktudvikling kan være produktforbedring af eksisterende produkter, eller helt nye produkter som dækker nye behov hos de eksisterende kunder (Sørensen Ole, 2012: s. 90).

Den sidste af de fire vækststrategier er diversifikation. Diversifikation er den mest risikofyldte og komplekse vækststrategi. Strategien indebærer at virksomheden bevæger sig væk fra sine eksisterende forretningsområder, og forsøger at skabe fremtidig vækst ved at sælge helt nye produkter på nye markeder. Diversifikation bruges oftest i de tilfælde hvor det er vanskeligt at skabe yderligere vækst gennem markedspenetrering, markedsudvikling og produktudvikling. Strategien bruges også i de tilfælde hvor virksomheder ønsker risikospredning (Sørensen Ole, 2012: s. 90-91).

PANDORA benytter sig af to af de ovennævnte vækststrategier. Markedsudvikling og produktudvikling. Som analyseret i den interne analyse og PLC-kurven, benytter PANDORA sin markedsposition til at indtrænge på nye markeder. Dette gør PANDORA primært med sine eksisterende produkter, som er veletablerede produktkategorier på de eksisterende markeder. Samtidig benytter PANDORA sig også af

strategien produktudvikling, da de løbende udvikler deres eksisterende produkter og udvikler nye produkter. De nye produkter sælges primært på de eksisterende markeder. PANDORA er eksponeret på mange forskellige markeder globalt set, og de er derfor også bevidste omkring produktudvikling til nye såvel som eksisterende markeder. Det vurderes at være på de eksisterende markeder at PANDORA tager flest ”chancer” med lancering af nye produkt sortimenter, da de på de eksisterende markeder er veletablerede. De risikerer ikke at miste et helt kundesegment hvis en ny kollektion ikke rammer kundernes aktuelle behov. På helt nye markeder vurderes risikoen for at miste et helt kundesegment større, hvis den nye produktkategori ikke rammer kundernes behov.

3.3.5 Porters generiske strategier

Ovenstående afsnit gav en analyse af PANDORAs interne forhold, herunder produktsammensætning, fremtidig vækstpotentiale og vækststrategi. Nedenstående afsnit vil omhandle PANDORAs konkurrencestrategi ud fra Porters generiske strategier og vil afslutte selve analysen af PANDORAs strategi.

Nedenstående model viser Porters generiske strategier, som omfatter fire konkurrencestrategier. De fire konkurrencestrategier beskriver virksomhedens placering i forhold til konkurrenterne. Modellen bruges til at vurdere PANDORAs konkurrencestrategi, og heraf deres konkurrencekraft. PANDORAs konkurrencekraft viser deres evne til at konkurrere på markedet og vinde markedsandele (virksomhedb.systime.dk, ”Porters generiske strategier”).

		Konkurrencemæssig fordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Markedsfokus	Hele markedet	Omkostningsleder	Differentiering
	Markedssegment	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Figur 6 – Kilde: Egen tilvirkning og virksomhedb.systime.dk

Som ovenstående model viser, overlapper PANDORA de to strategier, med hovedvægt på differentiering. Strategien differentiering har til formål at tillægge produkterne en ekstra værdi i forbrugernes øjne, så de får en præference for virksomhedens produkt fremfor konkurrenternes (Sørensen Ole, 2012: s. 87). Som tidligere analyseret er smykkebranche en branche med mange udbydere. PANDORA har skabt et unikt brand i branchen, som mange forbrugere genkender og foretrækker fremfor andre producenter. Dette gør, at PANDORA vurderes primært at benytte differentieringsstrategien, da de har skabt et brand, som mange forbrugere verden over foretrækker. Ligeledes har PANDORA et produkt, som henvender sig til hele markedet, og i forlængelse heraf har PANDORA en stor markedsandel. PANDORA sælger smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser, hvilket betyder, at de opnår en relativ høj pris for deres produkter. De sælger

ikke til markedets laveste pris, men heller ikke til markedets højeste priser, hvor den almindelige forbruger alt andet lige vil føle sig afskrækket.

PANDORA producerer primært deres produkter i selv-ejede produktionsanlæg, hvilket vidner om at de har fokus på omkostningsniveauet. De optimerer løbende deres processer for at opnå en så effektiv produktion som muligt, hvilket vurderes at være et omkostningsbaseret valg. PANDORA har store samarbejdsaftaler med leverandører og har i forlængelse heraf godt styr på leverancen af råvarer, produktionen af produkterne samt distribution af de færdigproducerede smykker til slutforbrugeren. Dette vurderes at være en konkurrencestrategi som omkostningsleder (Sørensen Ole, 2012: s. 86), hvorfor PANDORA vurderes at være placeret i både omkostningsleder- og differentieringsstrategien.

PANDORA vurderes dog primært at bruge differentieringsstrategien, da deres produkter i en vis grad er unikke og henvender sig til hele markedet. Denne strategi har vist sig at være en succes på baggrund af PANDORAs store salgsvolumen og stigende omsætning.

3.4 SWOT-analyse

For at opsummere den strategiske analyse, vil de væsentligste interne og eksterne forhold blive kategoriseret i nedenstående SWOT-analyse.

SWOT-analysen har til formål at vurdere virksomhedens interne og eksterne forhold. Analysen vil internt vurdere PANDORAs styrker og svagheder, og eksternt vurdere muligheder og trusler, overfor PANDORA (Sørensen Ole, 2012: s. 65-66).

Styrker	Svagheder
Stærkt brand Global tilstedeværelse Erfaring Markedsleder Stor markedsposition Produktsammensætning Produktudvikling og lancering Måltrettet vækststrategi Succesfuld konkurrencestrategi Unikt produktkoncept (Charms)	Charms kollektion udgør stor del af totalomsætning Produktion samlet i Thailand Salg via franchisebutikker Luksuspræget forbrugsvare

Muligheder	Trusler
Fremtidigt vækstpotentiale på eksisterende markeder Etablering på nye markeder Stigende efterspørgsel Udvidelse af produktportefølje Udvikling af eSTORE Flere konceptbutikker Nye effektive produktionsanlæg Faldende råvarepriser Kundernes forhandlingsstyrke Leverandørernes forhandlingsstyrke	Hyppig ændring i mode og trends Lave adgangsbarrierer Udvikling i valutakurser Stigende råvarepriser Faldende globalt forbrug Økonomisk krise Konkurrence på nye markeder Politiske krav på etablerede markeder Kundernes forhandlingsstyrke Leverandørernes forhandlingsstyrke

Figur 7 – Kilde: Egen tilvirkning

Styrker

PANDORA har flere styrker. PANDORA er et stærkt brand, som har en bred global tilstedeværelse. PANDORA har stor erfaring indenfor smykkebranchen, herunder hele processen fra produktion til det endelige salg overfor slutforbrugeren. PANDORA er en unik smykkegigant med en stor markedsposition og er markedsleder indenfor bl.a. produktkategorien Charms.

PANDORA har en målrettet vækststrategi, herunder løbende produktudvikling samt etablering på nye markeder. Vækstpotentialet for PANDORA vurderes fortsat stort.

Svagheder

PANDORA har også svagheder, som f.eks. deres store omsætning af Charms. Charms udgør knap 80% af den samlede omsætning, hvorfor PANDORA er meget udsat for mulig nedgang i omsætningen, hvis salget af Charms forringes. PANDORAs primære produktion finder sted i Thailand, hvilket gør dem sårbare overfor mulige stramninger i den thailandske politik og thailandsk økonomi. PANDORA sælger en cyklisk luksuspræget vare, hvilket gør at uro på det globale økonomiske marked, og en mulig fremtidig finanskriser, kraftigt vil påvirke salget af deres produkter og dermed påvirke omsætningen negativt.

Muligheder

Mulighederne for PANDORA er mange. PANDORA har et stort vækstpotentiale, både indenfor eksisterende og nye markeder. PANDORA er i gang med at etablere sig på det kinesiske marked, hvilket er et marked med stort potentiale. PANDORA udvikler løbende nye produkter og kollektioner, hvilket gør dem attraktive for nye såvel som eksisterende kunder. PANDORA udvikler deres eSTORE, som er med til

at gøre handlen mere tilgængelig for den enkelte kunde, da eSTORE kan benyttes 24-7 verden over. PANDORA effektiviserer løbende deres produktionsanlæg og etablerer ligeledes nye anlæg, hvilket gør dem i stand til at justere den fremtidige produktion efter udviklingen i efterspørgslen.

Trusler

Smykkebranchen er præget af mange udbydere, hvilket er en trussel for PANDORA. Der er stort set ingen adgangsbarrierer indenfor smykkebranchen, hvorfor nye udbydere er en trussel for PANDORA. Primært er det de mindre nationale smykkefirmaer, som er på markedet. De er som sådan ikke en direkte trussel for PANDORA. PANDORA har en unik position i markedet, hvilket gør det svært for små og mellemstore virksomheder at konkurrere direkte med dem. Mode og trends ændres løbende, og det kan være en trussel for PANDORA. Derfor skal de formå at følge med i ændringerne, og herigennem udvikle deres produkter og kollektioner. Faldende globalt forbrug og stigende råvarepriser er en trussel for PANDORA, da disse faktorer kan have en negativ indflydelse på den samlede omsætning.

4. Regnskabsanalyse

I det forrige afsnit blev PANDORA analyseret igennem en strategisk analyse. Den strategiske analyse havde til formål at undersøge de eksterne og interne forhold i PANDORA. Den strategiske analyse undersøgte forhold der påvirker PANDORA i dag samt fremtidige forhold, herunder påvirkning fra omverden og brancheforhold.

Den strategiske analyse undersøgte hvilke ikke-finansielle drivere der skaber værdi i PANDORA. Den strategiske analyse, skal sammen med regnskabsanalysen danne grundlag for den budgettering, der senere bliver udarbejdet, for at værdiansætte PANDORA. Her skal de finansielle værdidrivere bl.a. budgetteres.

For senere at kunne budgettere de finansielle værdidrivere, er det nu interessant at se på PANDORAs regnskabsmæssige resultater, og herunder hvor PANDORA skaber deres værdi. Regnskabsanalysen vil bestå af reformulering af regnskabet samt en rentabilitetsanalyse over de historiske nøgletal.

4.1 Analyseperiode

De regnskabsmæssige resultater er som bekendt historiske, og siger derfor intet om virksomhedens fremtidige resultater. En analyse af de historiske regnskabsmæssige resultater kan indikere noget om de underliggende elementer og PANDORAs økonomiske evne. For at kunne påvise PANDORAs regnskabsmæssige resultater, skal de historiske tal analyseres over en periode. I dette afsnit bliver de seneste seks år inddraget, dækkende fra 2011 frem til og med 2016. PANDORAs årsrapporter 2012-2016 vil benyttes til formålet, og de udarbejdede reformuleringer vil være på baggrund af årsrapporterne.

4.2 Reformulering

For at kunne analysere virksomhedens finansielle værdidrivere er det nødvendigt at reformulere regnskabet. Reformuleringen øger fokus på driftsaktiviteten som den primære værdiskabende aktivitet i virksomheden. Ligeledes bringer reformuleringen yderligere detaljer fra regnskabsnoterne ind i opgørelserne. Dette gøres for at få et mere dybdegående kendskab til virksomheden. Reformuleringen fører til en mere udførlig beskrivelse af virksomhedens opgørelse, end den der fremgår af de officielle årsrapporter. Reformuleringens formål er ydermere at finde frem til, hvor værdien i virksomheden skabes. Værdien skal primært komme fra driften, hvorfor resultatopgørelsen og balancen opdeles i henholdsvis drifts- og finansielle aktiviteter (Sørensen Ole, 2012: s. 157).

4.3 Reformulering af resultatopgørelse

Formålet med reformulering af resultatopgørelsen er at opdele aktiviteterne i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Den reformulerede resultatopgørelse laves på totalindkomstbasis, hvilket betyder at de posteringer der er bogført direkte på egenkapitalen, skal inkluderes. Totalindkomsten består af nettooverskuddet fra resultatopgørelsen og anden totalindkomst. Anden totalindkomst er posteringerne bogført direkte på egenkapitalen (Sørensen Ole, 2012: s. 170). Posteringer uden om resultatopgørelsen og direkte på egenkapitalen kaldes også for dirty surplus. Disse posteringer kan f.eks. være gevinster eller tab på værdipapirer. Dirty surplus indregnes dermed i den reformulerede resultatopgørelse, så virksomhedens samlede indtægter indgår i totalindkomsten.

I den officielle resultatopgørelse rapporteres der ét samlet beløb for skatten (skat af årets resultat). Processen med at reformulere resultatopgørelsen er bl.a. at udskille usædvanlige overskudskomponenter, hvilket har en skattemæssig konsekvens. Der skal derfor foretages en skatteallokering, hvilket betyder at den samlede rapporterede skat, skal fordeles ud på de forskellige overskud i den reformulerede resultatopgørelse (Sørensen Ole, 2012: s. 171).

Udregning af skat og totalindkomst for år 2016:

For år 2016 er der rapporteret en samlet skat på 1.625 mio. DKK (Årsrapport 2016: s. 69). Selskabsskatten er oplyst til 22% (Årsrapport 2016: s. 90). Ved at regne baglæns kan PANDORAs skat på den primære drift beregnes. Dirty Surplus er posteringer på egenkapitalen og skal derfor ikke med i skatteregnestykket.

Opgørelse for år 2016 er udregnet på følgende måde (mio. DKK):

Betalt skat for år 2016	= 1.625
Netto finansielle omkostninger	= -246
Finansielt skattefradrag (skatteskjold)	= $-246 \cdot 22\% = -54,12$
Skat på primær drift	= $1.625 - (-54,12) = 1.679,12$ mio. DKK

Det finansielle skattefradrag, også kaldet skatteskjoldet, vil være positivt, hvis virksomheden har flere renteomkostninger end renteindtægter (Sørensen Ole, 2012: s.192). I 2016 er dette ikke tilfældet, da renteindtægterne overstiger renteomkostningerne. Derfor skal det finansielle skattefradrag fratrækkes skatten på den primære drift. Havde renteomkostningerne oversteget renteindtægterne, og heraf et positivt finansielt skattefradrag, skulle dette tillægges skatten på den primære drift. Dette skyldes, at virksomheden opnår en finansiell skattefordel via rentefradraget, når renteomkostningerne overstiger renteindtægterne.

Efter udregning af skatten på den primære drift er det nu muligt at udregne driftsoverskuddet efter skat, også kaldet NOPAT (Net Operating Profit After Tax). NOPAT er interessant at se på, da det viser, hvad PANDORA har tjent på deres drift. NOPAT er derfor udelukkende baseret på driftsoverskud (Sørensen Ole, 2012: s. 183).

NOPAT = Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT) – (Betalt skat fra resultatopgørelse – Finansielt skattefradrag) + Andel af resultat fra associerede selskaber

NOPAT for år 2016 (mio. DKK):

Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	= 6.886
Betalt skat fra resultatopgørelse	= 1.625
Finansielt skattefradrag (skatteskjold)	= -54,12
Skat på primær drift	= 1.679,12
Andel af resultat fra associerede selskaber	= 0
NOPAT	= 5.206,88 mio. DKK

På baggrund af den udregnede NOPAT, kan totalindkomsten for PANDORA nu udregnes.

Totalindkomst for år 2016 (mio. DKK):

+ Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	= 5.206,88
+ Afskrivninger	= 518
+ Dirty Surplus	= 158
- Netto finansielle omkostninger efter skat	= -300,12
= Totalindkomsten	= 6.183 mio. DKK

Totalindkomsten opgøres til 6.183 mio. DKK for året 2016. Alle indtægterne, med undtagelse af transaktioner med ejerne, er nu indregnet i totalindkomsten for år 2016.

Reformulering af resultatopgørelsen for årene 2011-2016 fremgår af bilag 1.

4.4 Reformulering af balancen

Formålet med reformulering af balancen er at opdele posterne i henholdsvis driftsaktiver (DA) og finansielle aktiver (FA), samt driftsforpligtelser (DF) og finansielle forpligtelser (FF). Driftsaktiver og driftsforpligtelser er poster, der vedrører produktionen samt salg af varer og tjenesteydelser. F.eks. er posten ”tilgodehavender fra salg”, et driftsaktiv da posten er afledt af en driftsaktivitet. En driftsforpligtelse er en

forpligtelse, der vedrører driften, som f.eks. leverandørgæld. Leverandørgæld opstår ved køb af varer på kredit til brug i produktionen. Finansielle aktiver og finansielle forpligtelser anvendes i forbindelse med selve finansieringen af driften. Finansielle forpligtelser kan være kort- eller langfristet gæld, og finansielle aktiver er aktiver der senere skal anvendes til at investere i driften, som f.eks. likvider og let omsættelige værdipapirer (Sørensen Ole, 2012: s. 158). Som udgangspunkt er finansielle forpligtelser rentebærende og driftsforpligtelser ikke-rentebærende.

Driftsaktiver	DA	Driftsforpligtelser	DF
Finansielle aktiver	FA	Finansielle forpligtelser	FF
		Egenkapital	EK
Samlede aktiver	DA + FA	Samlede forpligtelser	DF + FF + EK

Figur 8 - Egen tilvirkning og Ole Sørensen, 2012 s. 158

Formålet med opdeling i drift og finansiering, er at finde frem til værdiskabelsen i PANDORA, herunder netto driftsaktiver (NDA) og netto finansielle forpligtelser (NFF) eller netto finansielle aktiver (NFA) (Sørensen Ole, 2012: s. 159).

Netto finansielle forpligtelser og netto finansielle aktiver afhænger af PANDORAs formue. Stiger de netto finansielle aktiver til et niveau over de netto finansielle forpligtelser, er der tale om netto finansielle aktiver (NFA), da PANDORA dermed har en positiv formue. PANDORA har positiv formue i perioden 2012-2014. Dette ændres i årene 2015 og 2016 da de finansielle forpligtelser stiger til et niveau over de finansielle aktiver, og dermed får PANDORA en negativ formue.

Drift:		
Netto driftsaktiver (NDA)	= Driftsaktiver - driftsforpligtelser (DA - DF)	
Finansiering:		
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	= Finansielle forpligtelser - finansielle aktiver (FF - FA)	Forpligtelser > aktiver
Netto finansielle aktiver (NFA)	= Finansielle aktiver - finansielle forpligtelser (FA - FF)	Forpligtelser < aktiver

Figur 9 - Egen tilvirkning

Ovenstående betyder at følgende er gældende (Sørensen Ole, 2012: s. 164):

$$\text{Egenkapital} = \text{Netto driftsaktiver} - \text{Netto finansielle forpligtelser} - \text{Minoritetsinteresser}$$

I PANDORA er der ingen minoritetsinteresser (Årsrapport 2016). I regnskabsanalysen skal opdelingen i NDA og NFF/NFA vise om værdiskabelsen stammer fra driften eller finansieringen (Sørensen Ole, 2012: s. 158).

Særlige poster ved reformulering af balancen

Likviditet

I denne opgave er posten driftslikviditet medregnet, som en post placeret under driftsaktiver. Driftslikviditet er likvide midler til brug for driften, og oftest tages 0,5-2% af nettoomsætningen og klassificeres som driftslikviditet (Sørensen Ole, 2012: s. 161). I denne opgave har jeg estimeret driftslikviditet til 1,5% af nettoomsætningen. Driftslikviditet bruges bl.a. til at kunne betale de daglige driftsmæssige betalinger og faktura der løbende forfalder til betaling (Sørensen Ole, 2012: s. 161). Driftslikviditet anses derfor at være ikke-rentebærende, hvorfor posten placeres som et driftsaktiv.

Udskudt skat

Udskudt skat er klassificeret som et driftsaktiv, og skyldige indkomstskatter er klassificeret som en driftsforpligtelse. Begge poster er klassificeret under drift, da det vurderes at skatten vedrører indtægt fra virksomhedens løbende salg fra driften.

Reformulering af balancen for årene 2011-2016 fremgår af bilag 2.

4.5 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Formålet med at reformulere egenkapitalopgørelsen er at rense for dirty surplus posterne. Egenkapitalen opdeles i følgende poster:

- Totalindkomsten: årets resultat + dirty surplus
- Transaktioner med aktionærerne: aktiebaseret vederlag, køb af egne aktier samt udbytte

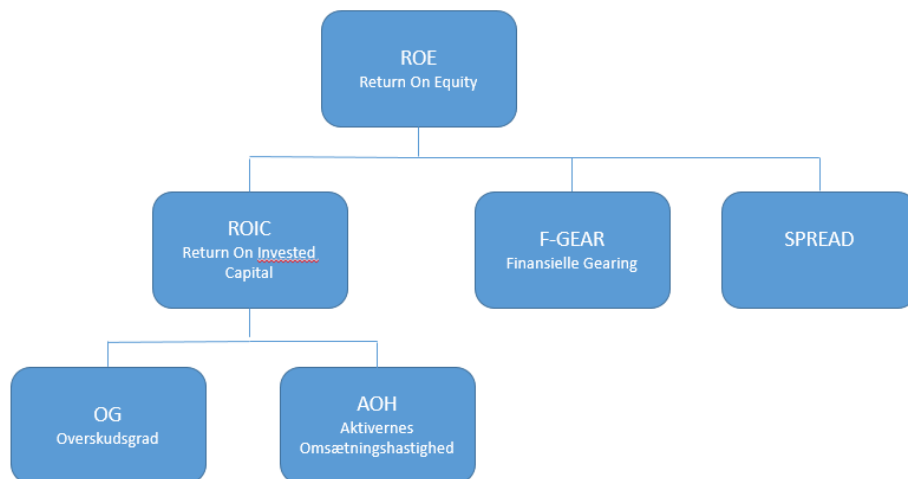
Årets ændring af egenkapital udregnes på følgende måde:

Årets EKændring	= EKultimo - EKprimo
EKultimo	= EKprimo + totalindkomsten + transaktioner med aktionærerne

Reformuleringen af egenkapitalopgørelsen for årene 2011-2016 fremgår af bilag 3.

5. Rentabilitetsanalyse

I det foregående blev resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalopgørelsen reformuleret. Ud fra det reformulerede regnskab, er nu muligt at foretage en rentabilitetsanalyse. Rentabilitetsanalysen tjener til formål at beregne historiske nøgletal, og heraf analysere hvorledes virksomheden har klaret sig historisk set. Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i DuPont modellen. Modellen vil være med til at vurdere udviklingen i de finansielle værdidrivere i PANDORA (Sørensen Ole, 2012: s. 209). Rentabilitetsanalysen skal senere være med til at danne grundlag for budgetteringen af fremtidige resultater, som bruges til værdiansættelsen.



Figur 10 – Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, 2012: s. 210

5.1 Return On Equity (ROE)

ROE måler afkastet til virksomhedens ejere, efter at alle andre kapitalindskydere er blevet tilgodeset (Sørensen Ole, 2012: s. 212). Med andre ord viser ROE afkastet på egenkapitalen. ROE er sammensat af ROIC og virksomhedens finansieringsaktivitet. Finansieringsaktiviteten kan deles op i finansiell gearing og SPREAD. Begge elementer analyseres nedenfor.

For at beregne ROE kan følgende to formler anvendes. Som tidligere nævnt er der ingen minoritetsinteresser i PANDORA, hvorfor disse er udeladt fra formlerne (Sørensen Ole, 2012: s. 210 + 211).

$$ROE = ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))$$

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomsten}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

År	2012	2013	2014	2015	2016
ROE (Totalindkomst/GNS EK)	23,09%	28,37%	53,68%	60,25%	95,62%

Som det ses af ovenstående tabel, stiger ROE kraftigt i hele analyseperioden. I perioden er ROE steget fra 23,09% i 2012, til 95,62% i 2016. Dette er en stigning på godt 400%.

For at analysere denne stigning i ROE, bør de bagvedliggende faktorer analyseres grundigt. ROE er som tidligere nævnt en sammensætning af ROIC og finansieringsaktiviteten, hvorfor der nu vil blive set nærmere på disse faktorer.

5.2 Return On Invested Capital (ROIC)

ROIC er afkastet på den investerede kapital. ROIC måler hvor god virksomheden er til at skabe driftsoverskud på baggrund af netto driftsaktiverne. ROIC kan udregnes på følgende to måder (Sørensen Ole, 2012: s. 211 + 216):

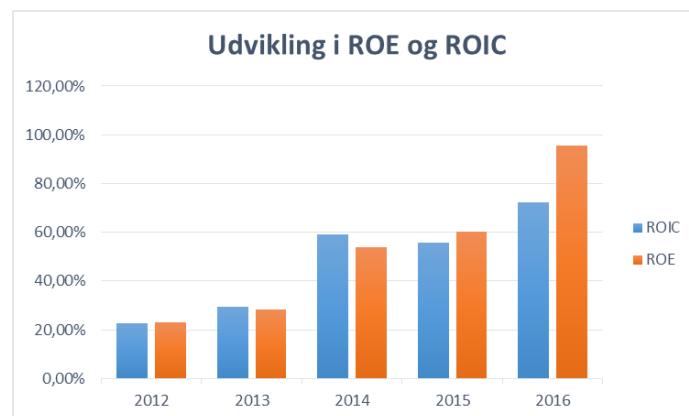
$$ROIC = \text{Overskudsgrad} * \text{Aktivernes omsætningshastighed}$$

$$ROIC = \frac{\text{Totalindkomsten}}{\text{Gennemsnitlig netto driftsaktiver}}$$

År	2012	2013	2014	2015	2016
ROIC (OG*AOH)	22,68%	29,47%	59,28%	55,66%	72,08%
ROIC (Totalindkomst/GNS NDA)	22,68%	29,47%	59,28%	55,66%	72,08%

ROIC har ligesom ROE udviklet sig positivt, og med en stigning fra 22,68% i 2012 til 72,08% i 2016. Dette er en stigning på godt 300%.

Nedenfor ses udviklingen i ROE og ROIC, da disse to ofte følger hinanden.



Tabel 1 – Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående tabel er ROE de fleste år højere end ROIC. Især i år 2016 bliver forskellen på ROE og ROIC relativ stor. At ROE er højere end ROIC er positivt, da dette betyder at PANDORA tjener penge på deres fremmedkapital. I de år hvor ROIC overstiger ROE, taber PANDORA som udgangspunkt penge på deres fremmedkapital (Sørensen Ole, 2012: s. 211). Det kan dog også skyldes at PANDORA stort set ingen fremmedkapital har i de år, hvorfor det ikke nødvendigvis har en negativ effekt at ROIC overstiger ROE. Som det uddybes senere i dette afsnit, har PANDORA i nogle år netto finansielle forpligtelser, og i andre år netto finansielle aktiver.

For at undersøge årsagerne til stigningen i ROIC, vil nedenstående afsnit analysere udviklingen i overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, da sammensætningen af disse giver ROIC (Sørensen Ole, 2012: s. 216).

5.3 Overskudsgrad (OG)

Overskudsgraden viser virksomhedens evne til skabe indtjening. Det vil sige hvor stor en del af omsætningen der reelt bliver til overskud.

Formlen for overskudsgraden ser således ud (Peter Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 461):

$$OG = \frac{\text{Totalindkomsten}}{\text{Nettoomsætningen}}$$

Nedenfor ses den historiske overskudsgrad for hele analyseperioden fra 2011 til og med 2016:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Overskudsgrad (OG)	26,22%	19,87%	19,68%	30,33%	23,71%	30,49%

Udviklingen i overskudsgraden er svingende i analyseperioden. Overskudsgraden udvikler sig fra 26,22% i 2011 til 30,49% i 2016. Dette er en lille, men dog stigende udvikling på godt 4%. Overskudsgraden falder fra år 2011 frem til 2012 og 2013. Dette fald skyldes primært en stigning i produktionsomkostninger, som vurderes at være på baggrund af stigende efterspørgsel og dermed stigende produktion. Ligeledes har valutakursregulering indflydelse, da denne i 2011 er positiv med 247 mio. DKK, og i 2012 og 2013 er denne post negativ med henholdsvis -65 mio. DKK og -355 mio. DKK.

Overskudsgraden stiger med knap 7% fra 2015 til 2016, hvilket er en relativ stor stigning på blot et år. Årsagen til denne stigning vurderes at kunne findes i bl.a. nettoomsætningen, som er steget fra 16.737 mio. DKK til 20.281 mio. DKK i 2016 (Årsrapport 2016: s. 74). Produktionsomkostninger er også steget indenfor det seneste år. Set i forhold til stigningen i overskudsgraden, kan stigningen skyldes øget efterspørgsel samt en mere effektiv og omkostningsminimeret produktion. Til sidst bør nævnes at de finansielle omkostninger i 2015 udgjorde 553 mio. DKK hvor de i 2016 blot udgjorde 82 mio. DKK. Dette betyder endvidere at de finansielle indtægter i 2016 langt overstiger de finansielle omkostninger, hvilket var det modsatte for året før i 2015 (Årsrapport 2016: s. 74).

Overskudsgraden for hele perioden må betragtes som et meget pænt og tilfredsstillende niveau. I 2016 er overskudsgraden som nævnt på 30,49%, hvilket betyder at PANDORA formår at få godt 30% i overskud, for én krones salg fra driftsaktiviteterne. Overskudsgraden er tilfredsstillende på baggrund af det marked, som PANDORA opererer indenfor samt en vurdering af deres strategiske målsætning. PANDORA er en virksomhed som kan klassificeres indenfor branchen ”detailhandel”. Denne branche er oftest kendetegnet ved en relativ høj AOH og en lav OG. Dette skyldes primært en stor konkurrence, og derfor er virksomheden nødt til at fokusere på at minimere omkostningerne, så lave priser kan forøge salget (Sørensen Ole, 2012: s. 218-219). I den strategiske analyse fandt jeg ud af, at PANDORA strategisk anvender differentieringsstrategien. Denne strategi går som nævnt ud på at opnå en stærk markedsposition, som gør det muligt at sælge til relativt høje priser, og hermed opnå en høj overskudsgrad. Som analyseret har

PANDORA en unik markedsposition, og er indenfor flere områder markedsleder. Dette gør dem i stand til at sælge til relativt høje priser, og dermed opnå en høj overskudsgrad. Sammenhængen mellem markedsforholdene og virksomhedens umiddelbare strategiske fokus ses nedenfor (Sørensen Ole, 2012: s. 220):

Kapitalintensitet	Konkurrenceforhold	Sandsynligt strategisk fokus
Høj	Monopol	Overskudsgrad
Mellem	Oligopol eller monopolistisk konkurrence	Overskudsgrad, omsætningshastighed eller en kombination heraf
Lav	Fuldkommen konkurrence	Omsætningshastigheden

Figur 11 – Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, 2012 s. 220

PANDORA kan til dels vurderes at have monopol på markedet, alene af den årsag at de har en unik markedsposition, hvor der ikke ses nogle direkte konkurrenter. Dog opererer PANDORA i en branche, som er kendetegnet ved mange udbydere, og heraf naturligt konkurrence på markedet. PANDORA ligger et sted mellem monopol og oligopol eller monopolistisk konkurrence. Dette stemmer overens med den strategiske analyse at fokusere på differentieringsstrategien, samt det at virksomheden har en høj overskudsgrad.

En anden årsag til den høje overskudsgrad er, at PANDORA producerer de fleste af deres smykker på egne produktionsanlæg i Thailand, hvilket gør, at PANDORA kan følge hele processen fra at produktet produceres til det sælges overfor slutforbrugeren. Dette medvirker til, at PANDORA relativt hurtigt kan op- og nedjustere produktionen i takt med udviklingen i efterspørgslen, samt de kan have fokus på omkostningsminimering og mere effektiv produktion, hvilket til sidst påvirker overskudsgraden positivt.

Overskudsgradens underkomponenter

For at analysere udviklingen i overskudsgraden yderligere, bør de underliggende komponenter undersøges. Her er det bl.a. interessant at se nærmere på dækningsgraden og kapacitetsgraden. Nedenstående tabel viser udviklingen i dækningsgraden og kapacitetsgraden for hele analyseperioden 2011 til og med 2016.

DKK mio.	År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning		6658	6652	9010	11942	16737	20281
Produktionsomkostninger		1798	2223	3011	3519	4544	5058
Dækningsbidrag		4860	4429	5999	8423	12193	15223
År		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dækningsgrad:							
(Dækningsbidrag * 100)/Salgspris		72,99%	66,58%	66,58%	70,53%	72,85%	75,06%
År		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kapacitetsgrad:							
Dækningsgrad / Kapacitetsomkostninger		0,0241	0,0212	0,0189	0,0154	0,0107	0,0090
År		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kapacitetsomkostninger:							
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger		2053	2084	2397	3100	4722	5838
Administrationsomkostninger		749	870	921	1251	1657	1981
Afskrivninger		221	180	200	222	400	518
Kapacitetsomkostninger (driftsomkostninger)		3023	3134	3518	4573	6779	8337

Dækningsgraden er et udtryk for dækningsbidraget i procent. Dækningsbidraget viser, hvor stor en del der er tilbage, efter de variable produktionsomkostninger er betalt. Det beløb, der er tilbage, skal bl.a. dække de faste udgifter, såsom husleje, personaleomkostninger mv. Hvis dækningsbidraget overstiger de faste udgifter, er der overskud i virksomheden, og omvendt hvis dækningsbidraget ikke dækker de faste omkostninger, er der underskud i virksomheden (e-conomic.dk, "Dækningsbidrag"). Da dækningsgraden viser forholdet mellem omsætningen og de variable produktionsomkostninger, kan den bl.a. blive påvirket af, hvilke produkter PANDORA producerer. Som det ses af ovenstående tabel har PANDORA en høj dækningsgrad. Dækningsgraden er for hele analyseperiode rimelig stabil, og stiger et par procent fra 72,99% i 2011 til 75,06% i 2016. Denne høje dækningsgrad samt den løbende udvikling heri, stemmer godt overens med udviklingen i overskudsgraden. Ligeledes har dækningsgraden en positiv indflydelse på overskudsgraden for PANDORA. Stigningen i dækningsgraden viser samtidig at PANDORA har formået at sænke de variabel produktionsomkostninger, hvilket ligeledes bidrager positivt til overskudsgraden. Dækningsgraden vurderes at have stor indvirkning på overskudsgraden, da begge nøgletal over den historiske analyseperiode udvikler sig nogen lunde ens.

Kapacitetsgraden viser hvor stort dækningsbidraget er i forhold til de faste omkostninger. Som det ses af ovenstående tabel er kapacitetsgraden på et meget lavt niveau, hvilket er positivt for PANDORA da det viser at de er gode til at tilpasse de faste omkostninger til virksomhedens aktivitet. Dog har kapacitetsgraden været faldende i analyseperioden, hvilket er et tegn på at PANDORA er blevet dårligere til at tilpasse de faste omkostninger med aktiviteten i virksomheden. Kapacitetsgraden er på et meget lavt niveau, hvilket gør at den faldende udvikling i kapacitetsgraden ikke synes alvorlig og dermed ej heller negativ. Faldet vurderes at skyldes PANDORAs løbende udvikling af nye produkter samt en stigning i produktionen. Ligeledes har PANDORA ekspanderet deres markedsposition globalt set og har bl.a. fået anset en del flere medarbejdere. I 2016 i alt 21.500 (Årsrapport 2016: s. 2).

5.4 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) er den anden driver, som påvirker ROIC. Aktivernes omsætningshastighed udtrykker virksomhedens evne til at skabe omsætning i forhold til den investerede kapital i virksomheden. Ved at se på den inverse værdi af AOH fås et udtryk for, hvor meget der er bundet i netto driftsaktiver til at skabe én krones salg (1/AOH). PANDORAs AOH i 2016 er 2,36. Dette betyder, at PANDORA bruger 42 øre (1/2,36) til at skabe én krones salg (Sørensen Ole, 2012: s. 217).

Formlen for aktivernes omsætningshastighed ser således ud (virksomhedsøkonomi.wordpress.dk, ”Virksomhedsøkonomi og Afsætning”):

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. Netto Driftsaktiver}}$$

År	2012	2013	2014	2015	2016
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,14	1,50	1,95	2,35	2,36

Som det ses af ovenstående tabel udvikler aktivernes omsætningshastighed positivt fra 1,14 i 2012 til 2,36 i 2016. Denne stigning skyldes bl.a. at nettoomsætningen stiger mere end netto driftsaktiver i analyseperioden, hvilket kan ses af nedenstående tabel, hvor udviklingen i nettoomsætningen og netto driftsaktiverne er indekseret for hele analyseperioden.

År (mio. DKK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning	6658	6652	9010	11942	16737	20281
Netto driftsaktiver (NDA)	5686	5972	6060	6160	8098	9057
Indeksering :						
Nettoomsætning	100	100	135	179	251	305
Netto driftsaktiver (NDA)	100	105	107	108	142	159

Som det ses af tabellen stiger både nettoomsætningen og netto driftsaktiverne. Dog stiger nettoomsætningen væsentlig kraftigere end netto driftsaktiverne. Nettoomsætningen stiger til indeks 305 i år 2016, hvilket må vurderes at være yderst positivt for virksomheden. Både nettoomsætningen og AOH stiger i analyseperioden.

5.5 Finansieringsaktiviteten

Som nævnt er ROE sammensat af ROIC og finansieringsaktiviteten. Det følgende afsnit vil se nærmere på finansieringsaktivitetens påvirkning og sammensætning.

Finansiel Gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing (FGEAR) måler forholdet mellem de netto finansielle forpligtelser (NFF) og egenkapitalen (EK). Den finansielle gearing beregnes ved følgende formel (Sørensen Ole, 2012: 212):

$$FGEAR = \frac{\text{Gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

Som det ses af nedenstående tabel, stiger den finansielle gearing i analyseperioden. I årene 2013 og 2014 er den finansielle gearing negativ, hvilket skyldtes, at PANDORA i disse år havde netto finansielle aktiver (NFA) og ikke netto finansielle forpligtelser (NFF). I årene 2012, 2013 og 2014 overstiger de finansielle aktiver de finansielle forpligtelser. Dette giver en negativ finansiell gearing, da denne reelt set ikke er tilstede i disse år. Da den finansielle gearing beregnes ud fra de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser, er der finansiell gearing i år 2012, selvom de finansielle aktiver i dette år overstiger de finansielle forpligtelser. Dette skyldes at i år 2011 overstiger de finansielle forpligtelser de finansielle aktiver (Reformulering af balancen bilag 2).

For hele analyseperioden er egenkapitalen stigende, hvilket er positivt for PANDORA, da det viser at værdien af virksomheden løbende stiger.

Mio. DKK	År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansiell gearing			0,0182	-0,0374	-0,0944	0,0825	0,3265
Indekstal:							
Finansielle aktiver i alt (FA)		100	246	544	1044	783	911
Finansielle forpligtelser i alt (FF)		100	53	51	72	733	849
Egenkapital (EK)		100	112	119	130	113	126

Den gennemsnitlige lånerente i procent (r)

Den gennemsnitlige lånerente i procent (r), eller finansieringsrenten som den også er kaldt, er de nettofinansielle omkostninger (NFO) divideret med de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser (NFF) (Sørensen Ole, 2012: s. 212):

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser}}$$

Når den gennemsnitlige lånerente (r) benyttes i formen for udregning af ROE, er det forudsat at virksomheden har netto finansielle forpligtelser. Virksomheder kan godt modsat have netto finansielle aktiver, som det er tilfældet med PANDORA i nogle af årene. I disse tilfælde vil den gennemsnitlige lånerente (r) ikke indgå i formen for udregning af ROE, men derimod vil RONFA indgå i formen.

RONFA er det positive afkast virksomheden som udgangspunkt vil have på deres finansieringsaktiviteter, når virksomheden har netto finansielle aktiver. RONFA beregnes ved følgende formel (Sørensen Ole, 2012: s. 213-214):

$$RONFA = \frac{\text{Netto finansielle indtægter}}{\text{Gennemsnitlige netto finansielle aktiver}}$$

Sammenhæng mellem *r*, RONFA, ROIC og ROE

I de tilfælde hvor virksomheden har netto finansielle forpligtelser er sammenhængen mellem lånerenten (*r*) og ROIC, at såfremt ROIC overstiger lånerenten (*r*), da vil ROE overstige ROIC. Hvor meget ROE overstiger ROIC, afhænger af størrelsen på spreadet, samt den finansielle gearing (Sørensen Ole, 2012: s. 212).

I de tilfælde hvor virksomheden har netto finansielle aktiver gælder, at ROE vil være lavere end ROIC. Sammenhængen skal findes i at når ROIC overstiger RONFA, så reducerer dette ROE. Årsagen til dette er at en del af ejernes investering er placeret i finansielle aktiver (Sørensen Ole, 2012: s. 214).

Mio. DKK	År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
r (låneomkostninger)			0,0479			0,6600	-0,1422
RONFA				0,3258	-0,2371		

Som det ses af ovenstående tabel har PANDORA haft en gennemsnitlig lånerente på 4,79% i 2012. I 2013 og 2014 har PANDORA som nævnt haft netto finansielle aktiver. Virksomheder med netto finansielle aktiver vil ofte have et positivt afkast på finansieringsaktiviteterne (Sørensen Ole, 2012: s. 213), hvilket også er tilfældet for PANDORA i 2013 med 32,58%. Dog er afkastet negativt i 2014 med -23,71%. I 2015, og 2016 har PANDORA netto finansielle forpligtelser fremfor netto finansielle aktiver. I 2015 er den gennemsnitlige lånerente (*r*) på 66%, hvilket synes urimeligt højt. I 2016 er lånerenten (*r*) negativ, hvilket ikke stemmer overens med, at PANDORA har finansielle forpligtelser fremfor finansielle aktiver. En årsag kan skyldes at PANDORA i 2016 har finansielle indtægter for 328 mio. DKK og finansielle omkostninger for 82 mio. DKK. Til sammenligning har PANDORA i år 2015 finansielle indtægter for 84 mio. DKK og finansielle omkostninger for 553 mio. DKK. I noterne for årsrapporten er det oplyst, at finansielle indtægter og omkostninger indeholder poster som finansielle instrumenter, valutakurs (gevinster eller tab), renteindtægter og renteomkostninger (Årsrapport 2016: s. 109). Finansielle instrumenter, valutakurstab og andre finansielle omkostninger udgør en væsentligt større post i år 2015 end i år 2016. Dette kan bl.a. forklare forskellen på de finansielle omkostninger i de to år. Ligeledes er der i år 2016 en relativ stor finansiell indtægt ved finansielle instrumenter og valutakursgevinster, sammenlignet med år 2015. Dette kan bl.a. forklare forskellen på de finansielle indtægter i de to år. Kigger vi på den nettorentebærende gæld i årene 2015 og 2016 er der ikke stor forskel. I 2015 udgjorde nettorentebærende gæld 1.921 mio. DKK, og i 2016 er tallet 2.448 mio. DKK. Koncernens mål for kapitalstyringen er, at den tager udgangspunkt i forholdet mellem nettorentebærende gæld og EBITDA. Dette nøgletal skal være mellem 0 og 1 på 12 måneders basis.

Den 31. december 2016 lå tallet på 0,3, hvilket er på samme niveau som for år 2015, hvor tallet ligeledes lå på 0,3 (Årsrapport 2016: s. 104).

SPREAD

SPREAD viser forskellen mellem ROIC og henholdsvis lånerente (r) og RONFA.

Mio. DKK	År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SPREAD			0,1789	-0,0311	0,8299	-0,1034	0,8630
ROIC (OG*AOH)			22,68%	29,47%	59,28%	55,66%	72,08%
ROIC (Totalindkomst/GNS NDA)			22,68%	29,47%	59,28%	55,66%	72,08%
ROE (Totalindkomst/GNS EK)			23,09%	28,37%	53,68%	60,25%	95,62%

Som det ses af ovenstående tabel er SPREAD i 2011 på 0,1789. Som tidligere nævnt er sammenhængen at $ROE > ROIC$, når $ROIC > r$. Som det ses i tabellen så overstiger ROIC lånerenten (r), og ROE overstiger dermed ROIC. I 2013 har PANDORA netto finansielle aktiver, hvor der her indgår RONFA. Tallet er negativt, hvilket er lidt misvisende. Sammenhængen fortalte at hvis $ROIC > RONFA$, så vil $ROIC > ROE$. RONFA er i 2013 lidt større end ROIC, og ROIC overstiger også ROE en lille smule. I 2014 er det tilfældet, at ROIC overstiger RONFA, og derfor er $ROIC > ROE$. I 2015 vurderes lånerenten (r) urimelig høj, hvilket bekræftes af at $ROIC < r$, men $ROIC < ROE$. Den beregnede lånerente (r) og SPREAD virker besynderlige, og oplysninger synes ikke at have været tilstrækkelige til at kunne forklare dette yderligere. Der kan evt. lægge noget regnskabsteknisk bagved tallene. I 2016 er $ROIC > r$, og derfor er $ROE > ROIC$.

5.6 Delkonklusion af rentabilitetsanalysen

Rentabilitetsanalysen havde til formål at analysere historiske nøgletal for PANDORA. DuPont modellen blev anvendt til udarbejdelse af rentabilitetsanalysen. Analysen viste at ROIC og ROE er på et rigtigt flot niveau, samt at begge nøgletal er stigende i analyseperiode. For år 2016 er både ROIC og ROE på yderst flotte niveauer, henholdsvis 72,08% og 95,62%. Dette viser PANDORAs evne til at skabe driftsoverskud fra driftsaktiviteterne samt forrentningen af egenkapitalen.

Ligeledes viste analysen at PANDORAs overskudsgrad er på et højt niveau. Dette niveau er gældende for hele analyseperioden, og stiger til det højeste niveau i 2016 på 30,49%. Det høje niveau for overskudsgraden er ikke typisk den branche, som PANDORA opererer i. Dette understøtter ligeledes konklusionen om, at PANDORA har en unik markedsposition, og ydermere formår at anvende dette til at øge overskudsgraden. Udviklingen i dækningsgrad og kapacitetsgrad har alt andet lige også positiv indflydelse på udviklingen i overskudsgraden.

Aktivernes omsætningshastighed har også udviklet sig yderst positivt i analyseperioden. I 2016 var AOH på 2,36, hvilket ligeledes må vurderes til et flot niveau.

PANDORA har i nogle år netto finansielle forpligtelser og i andre år netto finansielle aktiver. I sammenhæng med de finansielle omkostninger og finansielle indtægter, giver dette nogle besynderlige tal i beregning af lånerente (r) og RONFA, og hermed også i finansiell gearing og spread. Det kan skyldes noget af regnskabsteknisk art. Da PANDORAs nettorentebærende gæld ultimo 2016 blot udgør 2.448 mio. DKK, vurderes det ikke at have den store konsekvens for den videre udarbejdelse af opgaven, hvorfor det noteres som tal der ikke synes rimelige, i forhold til f.eks. lånerenten i virkeligheden.

6. Budgettering

I det følgende afsnit vil budgetteringen af fremtiden for PANDORA blive udarbejdet. Budgetteringen skal senere danne grundlag for værdiansættelsen, som beregnes ved DCF og RIDO modellerne.

Budgetteringen vil tage udgangspunkt i konklusionerne fra den strategiske analyse, reformuleringerne samt rentabilitetsanalysen. Dette vil gøre budgetteringen så realistisk som muligt.

For at få den mest præcise budgettering, bør der budgetteres til det uendelige, da der er tale om ”going-concern” investeringer, der forventes at have en uendelig løbetid. Dette er naturligvis ikke muligt i praksis. Derfor udarbejdes der en begrænset budgetperiode på 5-20 år. Indenfor hvert år i budgetperioden opstilles der forecast bl.a. over den forventede omsætning, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed (Sørensen Ole, 2012: s. 39).

I denne opgave vil der blive benyttet en budgetperiode på 10 år, da denne længde vurderes at være mest optimal i forhold til budgettering af de enkelte poster. Budgetperiodens længde er vurderet ud fra den strategiske analyse samt rentabilitetsanalysen. I forlængelse af disse to analyser, vurderes en 10 årig budgetperiode at være en brugbar længde. Budgetperioden er dog et forecast om fremtiden, som udarbejdes på baggrund af den strategiske analyse, samt rentabilitetsanalysen og hermed de historiske nøgletal. De historiske nøgletal viser, hvorledes PANDORA har klaret sig historisk set. Der er ingen garanti for fremtiden, da fremtiden for PANDORA ikke kendes. Den strategiske analyse, som er blevet udarbejdet, har derfor også til opgave at se på de forhold, der kan påvirke PANDORA i fremtiden. Forhold, som bl.a. kan påvirke væksten, både positivt og negativt, skal derfor indgå i de forecast der angives i budgetperioden. Principielt kunne en budgetperiode på 5 år være lige så tilstrækkelig som en på 10 år, da det er umuligt at spå om fremtiden uagtet hvilken gennemarbejdet strategisk- og rentabilitetsanalyse, der ligger bag. Derfor er budgetperiodens længde en vurderingssag, og i denne opgave er budgetperioden på 10 år vurderet til en optimal længde.

Budgetperioden på 10 år afsluttes med terminalperioden. Terminalperioden er en konstant vækstrate, der opnås efter budgetperioden. Terminalperioden er dermed evigt løbende (Sørensen Ole, 2012: s. 39).

Da terminalperioden skal indikere en konstant vækstrate, som skal være evigt løbende, og dermed har en stor effekt på værdiansættelsen, er det vigtigt at væksten i terminalperioden ikke er på et for højt niveau. Hvis vækstraten i terminalperioden sættes for højt, vil virksomheden til sidst udgøre hele økonomien. Derfor gælder det, at væksten i terminalperioden ikke kan være større end den langsigtede vækstrate for økonomien. Historisk har den årlige vækst i dansk økonomi været på omkring 4-5%. Dette er sammensat af 2-3% realvækst og 2% inflation. Derfor synes en vækst på 3-6% i terminalperioden rimelig (Sørensen Ole, 2012: s. 254). Hvis væksten i terminalperioden modsat sættes til 0, er der tale om en evigt løbende annuitet uden vækst (Sørensen Ole, 2012: s. 39).

6.1 Budgettering af driftsaktiviteten

Budgettering af driftsaktiviteten vedrører udviklingen i nettoomsætningen, driftsoverskud samt nettodriftsaktiver.

Driftsaktiviteten budgetteres med procentvis udvikling i nettoomsætningen, procentvis udvikling i overskudsgraden samt udvikling i nettoomsætningen angivet i kroner.

Driftsoverskuddet budgetteres i kroner for driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT), driftsoverskud fra andre poster før skat som angives i procentvis udvikling og driftsoverskud i alt efter skat i kroner.

Nettodriftsaktiver budgetteres ved aktivernes omsætningshastighed (AOH), udvikling i nettodriftsaktiver i kroner samt ændringen i nettodriftsaktiver for år til år i kroner. Nettodriftsaktiverne benyttes også til FCFF og RIDO poster, som gennemgås i analysen om værdiansættelsen.

Budgettering af nettoomsætningen

I nedenstående tabel ses den historiske udvikling i væksten for nettoomsætningen.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Nettoomsætning	6658	6652	9010	11942	16737	20281	
Vækst i nettoomsætning		-0,09%	35,45%	32,54%	40,15%	21,17%	
Gennemsnitlig vækst i nettoomsætning							25,85%

Som det ses af tabellen er nettoomsætningen gennemsnitlig steget med godt 25% årligt fra 2011 og frem til og med 2016. Dette må vurderes at være en positiv udvikling for PANDORA og deres omsætning.

Som analyseret i den strategiske analyse har PANDORA en unik position på markedet, hvilket gør at deres markedsandel i dag er stor, samt at de forventer at udvide på de eksisterende og helt nye markeder. Som et nyt marked kan Kina nævnes. PANDORA begyndte for alvor at operere i Kina i 2015. Markedet blev udviklet yderligere i 2016, da der bl.a. blev åbnet 44 nye konceptbutikker, lanceret online handel via samarbejdet med Alibaba koncernen om salg på Tmall.com, samt åbning af en eSTORE i december (Årsrapport 2016: s. 7).

PANDORA har ligeledes løbende stor fokus på udvikling af deres produkter samt lanceringer af nye sortimenter, hvilket er med til at understøtte deres fokus på at udvikle markedsandelene yderligere. Ligeledes var konklusionen i den strategiske analyse, at PANDORA opererer indenfor en branche som er kendetegnet ved mange udbydere. Derfor er det vigtigt for PANDORA at følge med i udviklingen på de kendte og nye markeder, så ændringer i mode og trends opdages i tide, så produktion af ikke attraktive produkter kan lukkes ned og produktion af attraktive produkter kan øges.

Ifølge PANDORA forventes der en stigning i nettoomsætningen i 2017 til et niveau omkring 23-24 mia. DKK (Årsrapport 2016: s. 9), hvilket svarer til en udvikling på omkring små 20%. På baggrund af dette estimeres nettoomsætningen at udvikle sig som angivet i tabellen nedenfor:

	Regnskabsår	Budgetperiode											Terminalperiode
Mio. DKK	R2016	B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Nettoomsætning udvikling	20281	0,20	0,20	0,17	0,14	0,12	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,04	0,04

Nettoomsætningen budgetteres til at vækste med 20% i 2017. Dette stemmer som nævnt overens med PANDORAs egne forventninger for 2017. I 2018 budgetteres der ligeledes med en vækst på 20%. I 2019 budgetteres nettoomsætningen at vækste med 17%. Dette er estimeret ud fra en vurdering af, at PANDORA fortsat vil få større markedsandele på eksisterende samt nye markeder. Væksten vurderes at aftage en smule løbende fra 2019, hvilket skyldes en vurdering af at PANDORA har nået den maksimale markedsandel for de eksisterende markeder. Dette betyder, at der fortsat er vækst og øget nettoomsætning for de givne markeder, hvilket afspejles af pæn vækst, men væksten i nettoomsætningen forventes ikke fortsat at udgøre omkring 20%, når der ses fem år ud i fremtiden. Løbende udfases væksten i nettoomsætningen og udgør i terminalperioden 4%. Dette skyldes som tidligere forklaret, at terminalperioden skal ramme et niveau sammensat af inflationen og realvæksten, for ikke til sidst at udgøre hele økonomien og markedet, hvilket ikke er muligt.

Det vurderes, at Charms indenfor en periode på fem år når sin maksimale grænse for omsætning. Charms vil stadig udgøre en stor del af PANDORAs omsætning, men det vurderes at indenfor en femårig periode, begynder salget af Charms at udgøre en mindre del af omsætningen i forhold til i dag (omkring 77% i 2016). Dette forventes på baggrund af den strategiske analyse, hvor det blev konkluderet at Charms kategorien befinder sig i modningsfasen i PLC-kurven. Det vurderes derfor, at Charms indenfor den kommende årrække bevæger sig længere ud på kurven og til sidst befinder sig i den sene modningsfase. Årsagen til, at PANDORA fortsat kan opretholde en stigende omsætning vurderes at være på baggrund af de andre produktkategorier, som vinder større del af omsætningen. Primært ringe vurderes til at udgøre en væsentlig større del af omsætningen indenfor de kommende år. Dette vurderes ligeledes på baggrund af den strategiske analyse, hvor ringe blev vurderet til at være placeret i midten af vækstfasen, samt en produktkategori som PANDORA løbende udvikler, og som derfor også udgør en større del af omsætningen.

På baggrund af den strategiske analyse vurderes det ligeledes, at øreringe, halskæder og vedhæng vil udgøre en større del af omsætningen over tid. Det vurderes at især øreringe vil vinde markedsandele, da denne produktkategori befinder sig lige i starten af vækstfasen på PLC-kurven samt ringe udgør omkring 20% af den samlede smykkebranche på verdens plan. Dette vurderes derfor at have et stort vækstpotentiale for PANDORA. Med løbende fokus på denne produktkategori, heraf nye produkter og sortimentslanceringer, samt etablering på nye markeder, vurderes det at være et vækstpotentiale, som PANDORA formår at udnytte. På de eksisterende markeder er øreringe ikke den produktkategori, som PANDORA har slået sig mest fast på, men det vurderes ligeledes at være muligt at øge fokus på denne produktkategori på de eksisterende markeder.

Produktkategorien halskæder og vedhæng vurderes ligeledes til at udvikle sig, og dermed udgøre en større del af nettoomsætningen. Det vurderes dog ikke at være en kategori som udvikler sig stort, og halskæder og vedhæng vurderes derfor fortsat at være blandt de produktkategorier, som udgør den mindste del af nettoomsætningen. Dette er på baggrund af markedets størrelse i dag, samt det ikke vurderes til at være det største potentielle marked. Her vurderes især ringe og armbånd/charms som produktkategorier, som tiltrækker flest forbrugere, da disse kan kombineres på mange forskellige måder. Dette gør at de fleste forbrugere har et unikt smykke, da sammensætningen af disse er individuel.

Budgettering af overskudsgraden

Overskudsgraden skal ligeledes budgetteres, for at vurdere PANDORAs fremtidige evne til at skabe overskud fra driftssalget.

I nedenstående tabel ses den historiske udvikling i overskudsgraden for analyseperioden:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Overskudsgrad	26,22%	19,87%	19,68%	30,33%	23,71%	30,49%	
Vækst i overskudsgrad		-24,22%	-0,98%	54,13%	-21,83%	28,59%	
Gennemsnitlig vækst i overskudsgrad							7,14%

Som det ses af ovenstående tabel er overskudsgraden gennemsnitligt steget med godt 7% årligt fra 2011 til 2016. Dette må vurderes at være en positiv udvikling, da det viser at PANDORA er blevet bedre til at skabe overskud fra driften.

Som tidligere analyser har vist, ligger overskudsgraden på et pænt niveau for den branche, som PANDORA opererer indenfor. Som analyseret i den strategiske analyse er branchen præget af mange udbydere og heraf stor konkurrence. Dog har PANDORA en unik position på markedet. Dette medvirker til, at PANDORA fokuserer på en høj overskudsgrad, hvilket denne branche oftest ikke er kendetegnet ved. At PANDORA har en høj overskudsgrad skyldes bl.a. deres markedsposition, samt at de indenfor Charms er markedsleder. PANDORA burde kunne opretholde denne markedsposition i fremtiden, hvorfor overskudsgraden budgetteres som angivet i nedenstående tabel:

	Regnskabsår	Budgetperiode											Terminalperiode
År	R2016	B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Overskudsgrad	30,49%	30,00%	30,00%	30,00%	25,00%	25,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%

Tabellen viser, at overskudsgraden udgør et niveau som i dag de kommende tre års tid. Dette vurderes i forlængelse af øget markedsandel på nye markeder, herunder det store potentiale i Kina. Herefter estimeres overskudsgraden til at falde lidt, og ende på et niveau omkring 20% for resten af budgetperioden samt terminalperioden. Årsagen til dette skyldes at det vurderes at bl.a. produktkategorien Charms rammer sin maksimale grænse for yderligere omsætning indenfor 5 år. Dette er ligeledes analyseret i PLC-kurven. Da Charms udgør en stor del af omsætningen, vil nedgang i denne produktkategori medføre et fald i overskudsgraden. Det vurderes at de andre produktkategorier vil bevare en relativ høj overskudsgrad, hvorfor et estimat på 20% vurderes realistisk, trods en mulig nedgang i omsætningen af Charms. Ligeledes har overskudsgraden i hele analyseperioden været på et niveau på 19,68-30,49%, hvorfor det vurderes realistisk at estimere en overskudsgrad på omkring 20%.

Budgettering af aktivernes omsætningshastighed

Som tidligere analyseret i den strategiske og interne analyse, begynder PANDORA at etablere sig på flere markeder, samt de begynder at få flere og flere konceptbutikker, samtidig med at de løbende udfaser de ikke-ejede butikker. Dette betyder at PANDORA selv vil eje deres butikker, også fremover. Ligeledes har PANDORA netop bygget et nyt produktionsanlæg, og et mere er på vej indenfor nær fremtid. PANDORA har løbende fokus på produktion, herunder effektivitet og omkostninger. Dette må vurderes at være tiltag som vil kræve nye investeringer, og heraf et løbende investeringsbehov. Dette medfører et investeringskrav til driftsaktiverne, især i forhold til de nye produktionsanlæg der vurderes at blive etableret løbende. Produktionsanlæggene vil i fremtiden alt andet lige være mere effektive end i dag, hvilket betyder hurtigere, mere effektiv og kompleks produktion. Disse investeringer vil løbende over tid presse AOH ned, da det ikke forventes at påvirke omsætningen positiv lige med det samme. Dog vurderes det, at AOH løbende svagt vil stige, og det vurderes, at AOH vil ende på et lavere niveau end i dag. Årsagen til dette skal findes i, at den strategiske analyse fandt frem til, at PANDORA bl.a. benytter sig af differentieringsstrategien, hvilket kræver løbende nye investeringer og en påvirkning på netto driftsaktiverne. Det gennemsnitlige niveau for AOH i analyseperioden er 1,86. Det vurderes dog ikke, at AOH helt vil blive på dette niveau for slutningen af budgetperioden og terminalperioden grundet det løbende investeringsbehov. Af nedenstående tabel ses budgetteringen af AOH:

	Regnskabsår	Budgetperiode											Terminalperiode
År	R2016	B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	2,36	2,30	2,20	2,20	2,10	2,10	2,00	2,00	1,90	1,80	1,60	1,50	1,50
Nettodriftaktiver (NDA)	8578	10581	13275	15532	18549	20775	23995	26155	29458	32961	38935	43192	44919
Årlig tilvækst - ΔNDA	1449	2004	2693	2257	3018	2226	3220	2160	3304	3502	5974	4257	1728

Ovenstående tabel viser yderligere udviklingen i netto driftsaktiverne, samt den årlige tilvækst heri. Som det ses af ovenstående tabel, så stiger driftsaktiverne løbende. Dette vurderes som nævnt forårsaget af de løbende investeringer PANDORA skal gennemføre for at udvikle nye produkter, eje flere conceptbutikker samt optimere og effektivisere nye og eksisterende produktionsanlæg. Den årlige tilvækst vil naturligt fase ud i slutningen af budgetperioden samt terminalperioden.

7. WACC

For at kunne beregne værdien af PANDORA på baggrund af fremtidig vækst, skal virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, også kaldet WACC, indgå. WACC er et udtryk for samtlige investorers afkastkrav, hvorfor WACC både indeholder afkastkravet for egenkapital og fremmedkapital. Disse afkastkrav skal udregnes i et vægtet gennemsnit, hvorfor WACC også er afhængig af kapitalstrukturen i virksomheden (Petersen Christian & Plenborg Thomas: 2012: s. 96).

Formlen for WACC er følgende:

$$WACC = r_{EK} * \frac{EK}{EK + FK} + r_{FK} * \frac{FK}{EK + FK}$$

rEK =	afkastkrav til egenkapital
rFK =	afkastkrav til fremmedkapital
EK =	egenkapital
FK =	fremmedkapital
EK + FK =	total værdi af virksomheden

De enkelte elementer i WACC vil blive beskrevet og beregnet nedenfor.

7.1 Afkastkrav til egenkapitalen

Afkastkravet til egenkapitalen viser, hvor meget investorerne kræver i afkast for at stille kapital til rådighed for PANDORA. Afkastkravet til egenkapitalen beregnes ved CAPM modellen (Sørensen Ole, 2012: s. 43).

$$CAPM = R_F + \beta * (E(R_M) - R_F)$$

CAPM = E(R) =	forventet afkast til egenkapitalen
R _F =	risikofri rente
B =	beta
E(R _M) =	forventet afkast til markedsporteføljen
(E(R _M) - R _F) =	markedets risikopræmie

Afkastkravet til egenkapitalen er udtrykt ved at det forventede afkast til egenkapitalen er lig den risikofrie rente tillagt markedets risikopræmie, som er justeret for den systematiske risiko (Sørensen Ole, 2012: s. 44). De enkelte elementer i CAPM modellen vil blive analyseret nedenfor.

Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er et udtryk for det forventede afkast for en investering uden risiko. Som et estimat for den risikofrie rente er gennemsnittet af en 10 årig dansk statsobligation for de seneste 10 år benyttet. Dette giver en risikofri rente på 2,24% (Bilag 4). Det vurderes, at niveauet på en 10-årige dansk statsobligation i øjeblikket er meget lavt, og ikke repræsentativt for fremtiden. En 10-årige dansk statsobligation har i februar 2017 en rente på 0,18% (statbank.dk, "Dansk statsobligation"). De historiske meget lave renter vurderes ikke at fortsætte ti år endnu, men nærmere en væsentlig kortere årrække, hvorfor det derfor vurderes at være mere repræsentativt at tage gennemsnittet for de seneste ti år, som estimat for den risikofrie rente.

Beta

Investering i en virksomhed medfører to former for risiko. Den systematiske risiko og den usystematiske risiko. Den systematiske risiko er den markedsbestemte risiko, oftest makroøkonomiske forhold som f.eks. konjunktursvingninger. Den systematiske risiko er derfor den risiko, man ikke kan undgå, da den er markedsbestemt. Den usystematiske risiko er en virksomhedsspecifik risiko, som f.eks. produktionsstop, strejker og lignende. Den usystematiske risiko kan diversificeret bort, det vil sige minimeres, ved at sprede sin investering ud over flere aktiver (Sørensen Ole, 2012: s. 43).

For at måle hvordan en aktie i PANDORA påvirkes af udsving i markedet, benyttes beta som en måleenhed. Beta er dermed et udtryk for aktiens systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko.

Markedsporteføljen har en beta på 1. Da beta måler ud fra markedsporteføljen er følgende gældende (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 251):

Beta = 0,	risikofri investering. Det vil sige at risikofrie aktiver, og den risikofrie rente har en beta på 0.
Beta = 1,	investering i en aktie med beta på 1, har den samme systematiske risiko som markedsporteføljen. Det vil sige at begge to har den samme volatilitet.
Beta = < 1,	investering i en aktie med en beta på under 1, har en lavere systematiske risiko end markedsporteføljen. Det vil sige at aktien er mindre volatil end markedsporteføljen.
Beta = > 1,	investering i en aktie med en beta på over 1, har en større systematisk risiko end markedsporteføljen. Det vil sige at aktien er mere volatil end markedsporteføljen.

Beta beregnes på baggrund af historiske afkast for virksomhedens aktie og markedsporteføljen. De historiske afkast kan måles på daglige, ugentlige eller månedlige basis. Beta er ikke stabil over tid, og da beta beregnes på historiske afkast, kan antal observationer samt hvilken periode afkastene er observeret på, have indflydelse på den beregnede beta (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 253).

Beta kan beregnes ved at sammenholde kovariansen mellem PANDORA og markedsporteføljen, med variansen for markedsporteføljen (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 251):

$$\text{Beta } (\beta) = \frac{\text{COV}(\text{PANDORA}, \text{markedet})}{\text{VAR}(\text{markedet})}$$

Kovariansen udtrykker spredningsforholdet mellem aktien og markedsporteføljen. For at finde kovariansen skal variansen beregnes. Variansen udtrykker, hvor meget afkastet varierer fra det forventede afkast. Det betyder, at en lav varians skal ses som at sandsynligheden for at få det forventede afkast er stor, og en høj varians skal ses som at sandsynligheden for at få et andet afkast end det forventede er større.

I opgaven er beta beregnet på baggrund af daglige observationer. Dette er bl.a. for at undgå illikviditetsproblematikken. Hvis der er mange observationer, hvor aktien ikke handles, giver dette en volatilitet på 0, hvilket vil medføre en lavere beta. PANDORA er en aktie der handles ofte, og illikviditetsproblematikken vurderes ikke relevant her, hvorfor daglige observationer er at foretrække.

I opgaven er der brugt afkast siden den 5. oktober 2010. Den 5. oktober 2010 var den dato at PANDORA aktien blev børsnoteret på den danske børs (pandoragroup.com, "Investor"). For at få så mange afkast som muligt, og at PANDORA har været børsnoteret siden oktober 2010, vil det være mest korrekt at bruge afkast fra oktober 2010.

I opgaven er beta beregnet via en regressionsanalyse i Excel. I beregningen af beta er Nasdaq OMXC20 indekset anvendt som markedsporteføljen. Nasdaq OMXC20 er anvendt da det er på dette indeks at PANDORA handles. Til beregningen af beta for PANDORA kunne et andet indeks som markedsportefølje have været anvendt. F.eks. kunne et nordisk indeks, hvor væsentligt flere aktier er inddraget, have været anvendt som markedsportefølje. Dette vil alt andet lige have en påvirkning på den beregnede beta. Dog er Nasdaq OMXC20 valgt, da det som nævnt er på dette indeks at aktien handles.

Ved udregning i Excel estimeret beta til 1,32447 i forhold til Nasdaq OMXC20. Denne beta benyttes i opgaven (Bilag 5).

Danske Markets anslår beta til 1,20. Opgavens beregnede beta vurderes derfor repræsentativ.

Den beregnede beta vidner om at PANDORA har en højere risiko end markedsporteføljen. PANDORA er mere risikofyldt end Nasdaq OMXC20 indekset. Årsagen til dette kan bl.a. findes ved diversifikation. Ved at investere i hele OMXC20 indekset, fremfor kun PANDORA, spredes investeringen og dermed risikoen. Derfor bør PANDORAs beta være højere end markedsporteføljen. Da aktien handles ofte, og heraf svingende kurs, vil en beta under 1 ikke vurderes realistisk.

Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er et udtryk for det merafkast en investor kræver for at investere i aktiemarkedet fremfor en risikofri investering (Sørensen Ole, 2012: s. 44). Der er ikke noget rigtigt svar på risikopræmiens størrelse, men en risikopræmie bør alt andet lige ligge på omkring 4-6% (Ole Sørensen, 2012: s. 45).

På www.skat.dk ("Markedsrisikopræmie") findes en offentliggjort undersøgelse, der omhandler anvendelse af markedets risikopræmie i praksis. Undersøgelsen er foretaget af Holm, Petersen og Plenborg, hvor danske revisionsfirmaer, banker og private equity-investorer er blevet rundspurgt om, hvilken risikopræmie de benytter. Her er svaret en markedsrisikopræmie på 4,5% med en standardafvigelse på op til 0,7 procentpoint. Ligeledes fremgår det, at SKATs vurdering er at markedsrisikopræmien bør være omkring 4-5%. I denne opgave er der anvendt en risikopræmie på 5%, hvilket vurderes rimeligt i forhold til undersøgelsen, der henvises til samt SKATs konklusion.

Afkastkravet til egenkapitalen beregnes via CAPM og kan nu beregnes.

$$CAPM = R_F + \beta * (E(R_M) - R_F)$$

$$E(R) = 0,0224 + 1,32 * 0,05 = 0,0884 = 8,84\%$$

7.2 Afkastkrav til fremmedkapital

Afkastkravet til fremmedkapital angiver, hvor meget långivere f.eks. banker skal have for at stille fremmedkapital til rådighed.

Afkastkravet til fremmedkapital beregnes således

$$r_{FK} = R_F * (1 - t) + R_S * (1 - t)$$

R _F =	Risikofri rente
R _S =	Risikotillæg
t =	Selskabsskattesats

Som estimat for den risikofrie rente, benyttes den risikofrie rente som er beskrevet ovenfor på 2,24%. Den danske selskabsskattesats i 2017 er 22% og den vil blive benyttet i opgaven.

Risikotillægget er et selskabsspecifikt risikotillæg. Risikotillægget skal ses i forhold til, om aktien er mere risikofyldt end markedet. Ovenfor blev det konkluderet, at beta for PANDORA var over 1, hvilket betyder, at PANDORA er mere risikofyldt end markedet, hvorfor der bør regnes med et selskabsspecifikt risikotillæg til afkastkravet for fremmedkapitalen.

Det selskabsspecifikke risikotillæg fastlægges ud fra hvilken rating virksomheden har. PANDORA er dog ikke officielt ratet fra f.eks. Moodys eller Standard & Poors. Dette skyldes bl.a. at PANDORA ikke har udstedt virksomhedsobligationer. Var dette tilfældet krævede det en officiel rating. Da PANDORA ikke har

en officiel rating, bør det vurderes hvilken rating de ville kunne opnå. PANDORA vurderes som en virksomhed i vækst, herunder potentiale for større markedspositioner samt en virksomhed med relativ begrænset gæld, hvilket må vurderes positivt set i forhold til rating. Bloomberg har udarbejdet en oversigt over hvilket interval risikotillægget skal være indenfor ud fra forskellige ratings (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 291). Hvis det vurderes, at PANDORA vil få en AA, A eller BBB rating, skal risikotillægget være indenfor spændet 0,7-4,7. Sandsynligheden for en AA eller A rating vurderes højere end en BBB rating. Risikotillægget for PANDORA vurderes på baggrund af ovenstående til 2%.

Afkastkravet til fremmedkapitalen kan nu beregnes:

$$r_{FK} = R_F * (1 - t) + R_S * (1 - t)$$

$$r_{FK} = 0,224 * (1 - 0,22) + 0,02 * (1 - 0,22) = 0,0331 = 3,31\%$$

7.3 Kapitalstruktur

For at kunne estimere PANDORAs kapitalstruktur, skal markedsværdierne for egenkapitalen og fremmedkapitalen beregnes. Markedsværdien for egenkapitalen pr. den 12. april 2017 kan findes ved at sammenholde aktiens kurs denne dag med antal udstedte aktier. PANDORA aktien lukkede i kurs 755,00 DKK den 12. april 2017 og har 117.056.821 antal stk. aktier. Dette giver en markedsværdi på:

- Egenkapital = $755,00 * 117.056.821 = 88.377.899.855,00$ kr.

Fremmedkapitalen kan findes i den reformulerede balance under netto finansielle forpligtelser (NFF). Ultimo 2016 udgjorde fremmedkapitalen (bilag 2):

- Fremmedkapital = 2.263.000.000 kr.

Den totale markedsværdi af PANDORA er $88.377.899.855 + 2.263.000.000 = 90.641.114.855$ kr.

På baggrund af ovenstående kan vægtene for egenkapitalen og fremmedkapitalen nu fastlægges.

$$Egenkapital\ andel = \frac{88.377.899.855}{90.641.114.855} = 0,975 = 97,5\%$$

$$Fremmedkapital\ andel = \frac{2.263.000.000}{90.641.114.855} = 0,025 = 2,5\%$$

Som det fremgår af ovenstående beregning, udgør PANDORAs fremmedkapital en meget lille del af deres samlede markedsværdi. Dette stemmer fint overens med den nettorentebærende gæld PANDORA havde ultimo 2016 på 2.448 mio. DKK (Årsrapport 2016: s. 104).

7.4 Beregning af WACC

Ovenstående afsnit beregnede de elementer, der indgår i WACC, således at WACC nu kan beregnes.

Aktiekurs pr. d. 12. april 2017	755,000	DKK
Antal aktier	117.056.821	STK.
Markedsværdi af egenkapital (MVEK)	kr. 88.377.899.855,00	
Samlet markedsværdi (MV(EK+NFA))	kr. 90.641.114.855,00	
Risikofri rente	2,24%	
BETA	1,32	
Risikopræmien	5,00%	
Afkastkrav til egenkapital (Re(CAPM))	8,84000%	
Afkastkrav til fremmedkapital (Rd efter skat)	3,31%	
WACC	8,61927%	

Ovenstående tabel viser udregningen af WACC, og de underliggende elementer som afkastkrav til egenkapital og fremmedkapital, risikofri rente, beta og risikopræmien på markedet. Den beregnede WACC på 8,61927% vil blive brugt til tilbagediskontering af de fundne cash flows i værdiansættelsen. Det skal dog noteres, at der er visse usikkerheder i forlængelse af den beregnede WACC, samt brugen af denne. Det forudsættes, at WACC vil være konstant i hele budgetperioden, hvilket næppe vil være sandsynligt i virkeligheden. Ligeledes er afkastkravet til egenkapitalen beregnet på baggrund af risikofri rente, beta og markedets risikopræmie. Alle tre parametre forudsættes at være konstante, hvilket er højest usandsynligt i den virkelige verden. Den risikofrie rente er markedsbestemt, beta bygger på historiske data og markedets risikopræmie ligeså. Så at disse tre parametre ikke vil ændre sig i fremtiden er yderst utvivlsomt.

Afkastkravet til fremmedkapitalen vil ligeledes ændre sig over tid. Dette skyldes, at den rente, som PANDORA betaler for gæld, er markedsbestemt plus et risikotillæg. Begge elementer vil alt andet lige ændre sig over tid. Ydermere kan PANDORA have forskellig løbetid på gælden, hvilket også vil påvirke renten.

I den beregnede WACC antages kapitalstrukturen ligeledes at være konstant. Det vil heller ikke være tilfældet i virkeligheden, da PANDORA løbende kan ændre på deres kapitalstruktur, ved at indfri gæld, optage yderligere gæld, lave aktieudvidelse og øge egenkapitalen. I skrivende stund er PANDORA i gang med at aktietilbagekøbsprogram, hvilket ligeledes løbende ændre kapitalstrukturen (Årsrapport 2016: s. 103).

Usikkerhederne for WACC vil blive analyseret yderligere i følsomhedsanalysen senere i opgaven. På trods af disse opmærksomhedspunkter og usikkerheder, benyttes den beregnede WACC i værdiansættelsen for

PANDORA, da den findes brugbar på baggrund af den strategiske og regnskabsmæssige analyse der er foretaget.

8. Værdiansættelse

Ovenstående afsnit omhandlede budgetteringen af faktorer, som har indvirkning på driften samt beregning af WACC. Budgetteringen vil danne grundlag for de fremtidige cash flows i virksomheden samt for værdiansættelsen. Som tidligere beskrevet vil værdiansættelsen blive udarbejdet ved DCF og RIDO modellerne. Nedenstående afsnit beskriver disse værdiansættelsesmodeller.

DCF modellen

Den frie cash flow model (DCF) bruges til at værdiansætte virksomheder. Modellen findes i en direkte og indirekte model. Den direkte model finder værdien af virksomhedens egenkapital, og den indirekte model finder virksomhedens værdi. Da det er virksomhedens værdi, der skal findes, anvendes den indirekte model (Sørensen Ole, 2012: s. 39).

Den indirekte DCF model ser således ud (Sørensen Ole, 2012: s. 39):

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

Figur 12 – Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, 2012 s. 39

Værdien af virksomheden er afhængig af det budgetterede frie cash flow, samt de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). For at finde det frie cash flow for hvert enkelt år fratrækkes driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT) med ændringen i netto driftsaktiverne (ΔNDA) (Sørensen Ole, 2012: s. 39)

$$FCF_t = \text{Driftsoverskud fra salg efter skat } (DO)_t - \Delta NDA_t$$

Det frie cash flow skal derefter tilbagediskonteres med WACC. Det tilbagediskonterede cash flow (DCF) er dermed lig med det frie cash flow (FCF) tilbagediskonteret med WACC. Værdien af virksomheden er positivt påvirket af et højere frit cash flow og en lavere WACC (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 216).

I reformuleringen af resultatopgørelsen blev driftsaktiviteterne og finansieringsaktiviteterne delt op. Det frie cash flow beregnes på baggrund af driftsoverskud fra salg efter skat, og er dermed rensat for

finansieringsaktivitet. Det betyder, at det frie cash flow (FCF) udelukkende er skabt på baggrund af driften, uanset finansieringsaktiviteten i PANDORA.

RIDO modellen

RIDO modellen bruges alene til kontrolsupplement af DCF modellens resultat. Begge modeller skal give det samme resultat, hvorfor RIDO modellen kan benyttes som en kontrol af DCF modellens beregning. RIDO modellen findes ligeledes i en direkte og indirekte model. Her vil det også være den indirekte model, som benyttes, da denne beregner værdien for virksomheden, og dermed har samme udgangspunkt som den indirekte DCF model.

Den indirekte RIDO model beregnes ved følgende formel (Sørensen Ole, 2012: s. 39):

$$V_0^E = NDA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{WACC})} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})}}_{\text{Virksomhedsværdi}} - NFF_0$$

Budgetperiode Terminalperiode

Figur 13 – Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen, 2012 s. 39

RIDO skal ligeledes tilbagediskonteret med WACC for at få de enkelte RIDO perioder (Sørensen Ole, 2012: s. 39):

$$RIDO_t = \text{Driftsoveskud fra salg efter skat } (DO)_t - (r_{WACC} NDA_{t-1})$$

8.1 Værdiansættelse af PANDORA

DCF modellen benyttes nu til at beregne værdien for PANDORA. RIDO modellen vil som nævnt blive brugt som kontrolfunktion, da disse to modeller skal give den samme værdi. Den udarbejdede budgettering er indregnet i DCF modellen, og kan ses af nedenstående tabel:

	Regnskabsår	Budgetperiode										Terminalperiode	
	R2016	B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Mio. DKK													
Nettoomsætning udvikling	20281	0,20	0,20	0,17	0,14	0,12	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,04	0,04
Overskudsgrad	0,30	0,30	0,30	0,30	0,25	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Nettoomsætning (OMS * (1+g))	20281	24337	29205	34169	38953	43628	47990	52309	55971	59329	62296	64788	67379
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	5207	7301	8761	10251	9738	10907	9598	10462	11194	11866	12459	12958	13476
Driftsoverskud fra andre poster før SKAT	158	0,10	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,05	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02
DO i alt efter SKAT	5365	7301	8761	10251	9738	10907	9598	10462	11194	11866	12459	12958	13476
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	2,36	2,30	2,20	2,20	2,10	2,10	2,00	2,00	1,90	1,80	1,60	1,50	1,50
Nettodriftaktiver (NDA)	8578	10581	13275	15532	18549	20775	23995	26155	29458	32961	38935	43192	44919
Årlig tilvækst - ΔNDA	1449	2004	2693	2257	3018	2226	3220	2160	3304	3502	5974	4257	1728
FCFF = DO - ΔNDA	3916	5298	6068	7994	6721	8681	6378	8302	7890	8364	6485	8701	11748
ROIC (DOsalg, NDA)	0,66	0,76	0,73	0,71	0,57	0,55	0,43	0,42	0,40	0,38	0,35	0,32	0,31
ROIC (DOialt, NDA)	0,68	0,76	0,73	0,71	0,57	0,55	0,43	0,42	0,40	0,38	0,35	0,32	0,31
Netto finansielle aktiver (NFA)	-2263												
RIDO(t) = DO(t) - WACC * NDA(t-1)	4750	6562	7849	9107	8400	9308	7807	8394	8940	9327	9618	9602	9753
WACC	8,62%												
Tilbagediskonteringsfaktor	1,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44	0,40	0,37
DCFF tilbagediskonteret	3916,34	4877,13	5143,22	6238,12	4828,29	5741,66	3883,66	4654,29	4072,39	3974,04	2836,90	3504,10	4356,00
RIDO tilbagediskonteret	4750,40	6041,22	6653,12	7106,26	6034,39	6156,42	4754,10	4705,50	4614,00	4431,70	4207,51	3866,96	3616,24

Værdien af PANDORA kan nu findes ved at tage summen af den tilbagediskonteret budgetperiode, tillægge værdien for terminalperioden og de netto finansielle aktiver. For at beregne aktiekursen for PANDORA, tages den samlede værdi i forhold til antal aktier.

Tabellen viser, at DCF og RIDO modellerne giver den samme værdi og hermed også den samme aktiekurs:

Mio. DKK		Kurs i DKK	Difference
PV FCFF	49753,80		
PV RIDO	58571,19		
PV TV FCFF Ultimo 2016	102428,4994		
PV TV RIDO Ultimo 2016	85033,4796		
NDA	8578		
NFA	-2263		
Enterprise Value (FCFF)	152182,30		
Enterprise Value (RIDO)	152182,30		
Equity Value (FCFF Ultimo 2016)	149919,09	1280,74	
Equity Value (RIDO Ultimo 2016)	149919,09	1280,74	
Den faktiske kurs pr. 22. marts 2017		755,00	-525,74

Ovenstående antagelse (base case) gør at PANDORA beregnes til en værdi svarende til en aktiekurs på 1.280,74 kr. Set i forhold til lukkekursen den 12. april 2017 på 755,000 kr. vurderes det fremkomne resultat langt over markedskursen. På baggrund af base case vurderes aktiekursen som kraftigt undervurderet på markedet, med en fravigelse på 525,74 kr. På baggrund af disse forudsætninger gives PANDORA aktien en købsanbefaling.

Den beregnede kurs i base case er som nævnt baseret på forskellige antagelser, og kan derfor ikke vurderes som en endegyldig kurs. Nedenstående afsnit har til formål at undersøge hvor følsom DCF modellen er overfor ændringer i forskellige faktorer, og hvorledes den estimerede aktiekurs udvikler sig på baggrund af ændringerne.

9. Følsomhedsanalyse

Som nævnt er det interessant at undersøge hvor følsom DCF modellen er overfor ændringer i forskellige værdidrivere. Det følgende afsnit vil omhandle et pessimistisk scenarie (worst case) og et optimistisk scenarie (best case), hvor ændringer i budgetperioden foretages. Formålet med de to scenarier er at undersøge, hvor følsom aktiekursen er overfor ændringer i budgetperioden, herunder vækstforventninger, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Derefter vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse, hvor ændringer i WACC, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed for base case vil blive analyseret for at undersøge, hvor følsom aktiekursen konkret er overfor ændringer i disse faktorer. Ændringer vil blive udarbejdet med et +/- 10% scenarie i forhold til angivelserne i base case.

9.1 Worst case

Base case er udarbejdet på baggrund af antagelser konkluderet i den strategiske analyse samt rentabilitetsanalysen for de historiske nøgletal. Dette medfører en stor usikkerhed over det endelige resultat i base case, da det ikke vides om forudsætninger holder i fremtiden. Worst case vil udarbejde et pessimistisk

scenarie for fremtiden af PANDORA. Worst case vil, modsat base case, antage at Charms er en produktkategori, som forbrugerne ikke længere finder attraktiv, hvilket naturligt påvirker væksten negativt, da Charms i dag udgør ca. 77% af omsætningen. Udover væksten vil det også påvirke overskudsgraden, da PANDORA i dag har en høj overskudsgrad på sine produkter. Til sidst justeres aktivernes omsætningshastighed også i nedadgående retning. En forudsætning for worst case er at PANDORA fortsat er ”going concern”. Dette påvirker, at terminalperioden ender med en vækst på 2%. Estimeres væksten lavere end dette, vil det som tidligere nævnt være en virksomhed, der i fremtiden slet ikke producerer varer, og dette vil ikke være scenariet for PANDORA.

Udviklingen i nettoomsætningen nedjusteres kraftigt, og halveres i forhold til antagelserne i base case. I worst case vil udviklingen i nettoomsætningen derfor være 10% i 2018 og løbende nedjusteres til 2% i terminalperioden. Derudover vil overskudsgraden ligeledes halveres i forhold til base case og dermed løbende nedjusteres til 15% i 2018 og ned til 10% i terminalperioden. Til sidst vil aktivernes omsætningshastighed ydermere halveres i forhold til base case, og dermed nedjusteres fra 2,30 i året 2017 til 1,10 i 2018 og ende på 0,75 i terminalperioden (budgetperioden for worst case fremgår af bilag 7).

Mio. DKK		Kurs i DKK	Difference
PV FCFF	947,78		
PV RIDO	14004,93		
PV TV FCFF Ultimo 2016	18466,82523		
PV TV RIDO Ultimo 2016	-3167,967814		
NDA	8578		
NFA	-2263		
Enterprise Value (FCFF)	19414,60		
Enterprise Value (RIDO)	19414,60		
Equity Value (FCFF Ultimo 2016)	17151,39	146,52	
Equity Value (RIDO Ultimo 2016)	17151,39	146,52	
Den faktiske kurs pr. 22. marts 2017		755,00	608,48

Som det fremgår af ovenstående tabel bliver kursen på PANDORA aktien lavere ved at bruge et mere negativt syn på fremtiden. Kursen i worst case estimeres til 146,52 kr., hvilket er 608,48 kr. lavere end den aktuelle markedskurs den 12. april 2017. Worst case scenariet vurderes pessimistisk og ikke realistisk på nuværende tidspunkt. Dog vurderes det at produktkategorien Charms udgør en stor andel af nettoomsætningen. Hvis dette produkt ikke længere kan afsættes overfor forbrugerne, vil det påvirke PANDORAs nettoomsætning negativt. Medmindre de formår at få nettoomsætningen i andre produktkategorier til at stige tilsvarende.

Worst case påviser, at kursen vil ændres markant, hvis forudsætningerne i budgetperioden og terminalperioden ændres.

9.2 Best case

Best case vil justere på samme værdi drivere, som der blev justeret på i worst case. Best case vil være mere optimistisk end antagelserne i worst og base case. Forudsætningerne i best case vil være på baggrund af

antagelser om at nettoomsætningen vil stige kraftigt, fordi Charms forsat vil udgøre en stor del af nettoomsætningen, samt nye produktkategorier vil udgøre en større andel af nettoomsætningen. Derudover vurderes det, at nye markeder hurtigt etableres velfungerende, og markedet i Kina og Indien vurderes at vokse ekstremt hurtigt.

Udviklingen i nettoomsætningen estimeres til at blive fordoblet i forhold til antagelserne i base case. Nettoomsætningen vil udvikle sig løbende fra 40% i 2018 til 6% i terminalperioden. I terminalperioden estimeres best case ikke til at fordobles i forhold til base case, da terminalperioden i så fald skulle estimeres til 8%. Årsagen til dette er, som tidligere nævnt, at hvis den evigt løbende vækst i terminalperioden estimeres for højt, vil virksomheden udgøre hele økonomien. En estimeret vækst på 6% i terminalperioden, vurderes til det højeste niveau (Sørensen Ole, 2012: s. 254). Overskudsgraden vurderes optimistisk og vil forsat være på et højt niveau igennem hele budgetperioden samt terminalperioden. Overskudsgraden forudsættes at være på 30% for hele perioden, da en fordobling i forhold til base case vil være et ekstremt og urealistisk højt niveau. Aktivernes omsætningshastighed forudsættes ligeliges optimistisk. Her ses en fordobling i forhold til base case også urealistisk, hvorfor niveauet for året 2016 estimeres for hele budgetperioden samt terminalperioden (budgetperioden for best case fremgår af bilag 8).

Mio. DKK		Kurs i DKK	Difference
PV FCFF	125178,80		
PV RIDO	143350,69		
PV TV FCFF Ultimo 2016	685672,4546		
PV TV RIDO Ultimo 2016	658922,9298		
NDA	8578		
NFA	-2263		
Enterprise Value (FCFF)	810851,25		
Enterprise Value (RIDO)	810851,25		
Equity Value (FCFF Ultimo 2016)	808588,04	6907,65	
Equity Value (RIDO Ultimo 2016)	808588,04	6907,65	
Den faktiske kurs pr. 22. marts 2017		755,00	-6152,65

Som det fremgår af ovenstående tabel bliver aktiekursen for PANDORA væsentlig højere ved at bruge et mere optimistisk syn på fremtiden. Kursen i best case estimeres til 6.907,65 kr., hvilket er 6.152,65 kr. højere end den aktuelle markedskurs den 12. april 2017. Best case vurderes meget optimistisk og ikke realistisk, bl.a. på baggrund af den estimerede overskudsgrad. Det vurderes ikke realistisk at PANDORA vil fortsætte med at have en overskudsgrad på 30%. Det skyldes, at der løbende vil være behov for udvikling af nye produkter, etablering på nye markeder samt etablering af nye og forbedring af eksisterende produktionsanlæg. Disse vilkår bør alt andet lige påvirke niveauet for overskudsgraden negativt. Ligeledes ses den estimerede udvikling i nettoomsætningen meget optimistisk. Udviklingen i nettoomsætningen vurderes at rykke hurtigt i virkeligheden, hvis PANDORA bliver hurtigt veletableret på de nye markeder, primært i Kina og Indien. Sammenlignes der med den historiske udvikling i nettoomsætningen, er denne ligeledes steget med godt 25% hvert år, fra 2012 og frem til 2016.

Worst og best case scenarierne viser altså et spænd i PANDORA aktiekursen fra 146,52 kr. til 6.907,65 kr. ved blot at ændre forudsætningerne for tre finansielle værdidrivere i budgetperioden og terminalperioden. På baggrund af dette kan det derfor konkluderes, at DCF modellen er meget følsom overfor ændringer i forudsætningerne for budgetperioden samt terminalperioden.

9.3 Ændringer i WACC, OG og AOH

I ovenstående afsnit blev det konkluderet, at ændringer i finansielle værdidrivere i budgetperioden samt terminalperioden, har stor indflydelse på den estimerede aktiekurs. På baggrund af dette blev det konkluderet, at DCF modellen er meget følsom, da disse ændringer påvirkede den estimerede aktiekurs meget.

Dette afsnit vil analysere følsomheden overfor ændringer i WACC, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed, hvis disse forudsætninger ændres med +/- 10% i forhold til udgangspunktet i base case.

	WACC	Kurs i DKK
Base case +10%	9,48	1064,06
Base case	8,62	1280,74
Base case -10%	7,76	1683,93
	OG	
Base case +10%	0,22	1409,98
Base case	0,20	1280,74
Base case -10%	0,18	1151,50
	AOH	
Base case +10%	1,65	1306,30
Base case	1,50	1280,74
Base case -10%	1,35	1247,79

Som det ses af ovenstående tabel har ændringer i WACC, OG og AOH betydning for den estimerede aktiekurs. Ved ændring af WACC estimeres kursen til et spænd fra 1.064,06 kr. op til 1.683,93 kr. Ved ændring af overskudsgraden estimeres aktiekursen til et spænd fra 1.409,98 kr. ned til 1.151,50 kr. Og ved ændring af aktivernes omsætningshastighed påvirkes den estimerede aktiekurs fra 1.306,30 kr. ned til 1.247,79 kr.

Af ovenstående tabel kan det konkluderes, at ændring af WACC har den største indflydelse på den estimerede aktiekurs. Ved ændring af WACC er der 619,87 kr. i forskel på +/- 10% scenarierne.

Overskudsgraden er den værdidriver der påvirker aktiekursen næstmest. Her er der 258,48 kr. i forskel på +/- 10% scenarierne.

Ændring i aktivernes omsætningshastighed har også indflydelse på den estimerede aktiekurs. Dog er det den af de tre værdidrivere der har mindst påvirkning i aktiekursens udsving. Ved ændring i AOH er der blot 58,51 kr. i forskel på +/- 10% scenarierne.

9.4 Delkonklusion på følsomhedsanalyser

Ovenstående afsnit har diskuteret DCF modellen via en følsomhedsanalyse af forskellige værdidrivere. Ud fra denne diskussion kan det konkluderes, at DCF modellen er følsom. Ændringer i nettoomsætning, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed i budgetperioden og terminalperioden, påvirker resultatet væsentligt. Det kan ligeledes konkluderes at DCF modellen er følsom overfor ændringer i WACC. Ydermere kan det konkluderes, at ændringer i WACC påvirker aktiekursen mest set i forhold til de andre værdidrivere som overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed, hvis alle tre antagelser ændres på samme vilkår.

Det må derfor konkluderes, at resultatet fra base case kun er fair ud fra de antagelser, der er gjort i forbindelse med budgetteringen. Resultatet i base case skal derfor betragtes med yderst forsigtighed og kan derfor heller ikke betragtes som et endeligt resultat for en korrekt pris.

10. Multipel analyse

Som ovenstående afsnit konkluderede, skal resultatet i base case betragtes med yderst forsigtighed, da resultatet er fremkommet ud fra egne antagelser for fremtiden. Den fundne aktiekurs er fremkommet ud fra den budgettering, som der er angivet. Budgetteringen er det bedste bud vurderet på baggrund af den strategiske analyse samt rentabilitetsanalysen.

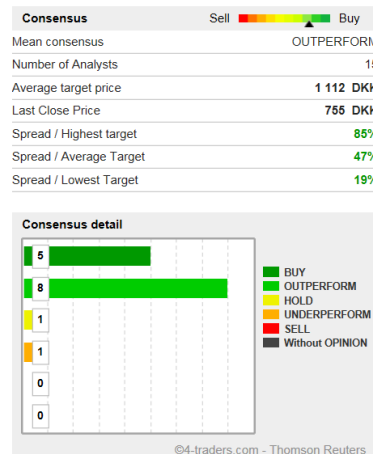
Ud fra betragtningerne i base case bør en PANDORA aktie handles til kurs 1.280,74 kr. Aktien handles den 12. april 2017 til kurs 755,00 kr. Der er en relativ stor forskel på den estimerede aktiekurs, og den kurs aktien handles til på børsen. Det er derfor interessant at undersøge dette yderligere. En måde dette kan undersøges på er ved at se på andre analytikere i markedet, og hvilke forventninger de har til PANDORA aktien. Mener andre analytikere også, at PANDORA aktien er undervurderet i markedet, hvilket konklusionen var ud fra betragtningerne i base case, eller er konsensus², at PANDORA aktiens aktuelle kurs på 755,00 kr. er fair.

På hjemmesiden www.4-traders.com kan konsensus for PANDORA aktien undersøges nærmere. www.4-traders.com har kigget på 15 analytikere, som har udarbejdet en aktieanalyse over PANDORA. Resultatet som fremgår af hjemmesiden, er de 15 analytikers resultater lagt sammen. Dermed kan man ikke se den enkeltes analytikers nøgletal, men man kan se gennemsnittet for alle de 15 analytikere (4-traders.com, ”PANDORA”, den 12. april 2017).

Først og fremmest er det interessant at se på, hvilken anbefaling PANDORA aktien får, samt til hvilken aktiekurs den vurderes at burde handles til. Dette er bl.a. interessant set i forhold til den estimerede aktiekurs i base case, og om de 15 andre analytikere i markedet vurderer aktien på niveau med base case.

² Konsensus er enighed i en gruppe eller et fællesskab om et eller andet (www.wikipedia.dk)

Nedenstående skema viser en oversigt over analytikernes anbefaling samt den estimerede aktiekurs. Tallene er som nævnt et gennemsnit af de 15 analytikeres individuelle vurdering (tal angivet den 12. april 2017 på 4-traders.com):



Figur 14 - www.4-traders.com

Som det fremgår af ovenstående skema, er den gennemsnitlige target pris 1.112 kr. Ligeledes er overvægten af analytikerne positive overfor aktien og anbefaler køb og ser dermed en potentiel kursgevinst. Det er blot to ud af de 15 analytikere, der mener aktien bør være på hold. Der er ingen af analytikerne der har en direkte salgsanbefaling på aktien, hvilket må vurderes at være positivt.

Sammenlignes ovennævnte med den estimerede aktiekurs i base case på 1.280,74 kr., må det vurderes, at aktien, som udgangspunkt, er undervurderet i markedet set i relation til, kursen den handles til på nuværende tidspunkt (755,00 kr. den 12. april 2017). Det bør igen præciseres, at analytikerne i markedet ligeledes foretager deres aktievurdering på baggrund af egne estimater for fremtiden. Analytikernes estimater er derfor heller ikke en garanti for fremtiden, og deres estimerede aktiekurs kan derfor ikke betragtes som et endeligt resultat. Derfor skal ovenstående igen betragtes med yderst forsigtighed. Det må vurderes, at ud fra de oplysninger der er tilgængelige samt forventninger til fremtiden, at PANDORA aktien er undervurderet, og dermed har en potentiel kursgevinst. På baggrund af dette får aktien en købsanbefaling.

Ud over aktieanbefaling og estimeret kurs, er det også interessant at se på forskellige multipler. I relation til værdiansættelse anvendes multipler oftest til at sammenligne virksomheder. På denne baggrund dannes en peer group, hvor man udvælger nogle sammenlignende virksomheder. Ingen virksomheder er helt ens, så derfor udvælges en peer group oftest indenfor samme branche. En værdiansættelse på baggrund af multipler, kaldes en relativ værdiansættelse (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 6).

I denne opgave vil multiplerne anvendes som en ekstra vinkel på værdiansættelsen af PANDORA. Multiplerne skal danne baggrund for en sammenligning af base case og analytikerne i markedet. I forlængelse af at den estimerede aktiekurs i base case og konsensus er på stort set samme niveau, er det

interessant at se på om de beregnede multipler ligeledes stemmer overens, eller om der er stor forskel på disse.

Der findes forskellige multipler, som kan inddrages i en aktieanalyse. I denne opgave vil jeg undersøge multiplerne EV/EBITDA og P/E i årene 2017, 2018 og 2019. Der er valgt disse tre år af to årsager. For det første er det mest interessant at sammenligne de kommende år, da disse alt andet lige giver det bedste overblik over, hvilke forudsætninger der kan være benyttet. For det andet så skal multiplerne, som nævnt anvendes til at sammenligne base case scenariet med analytikerne i markedet, og på www.4-traders.com er det de tre ovenstående år, som er oplyst, hvorfor det gør det muligt at se de enkelte multipler for disse år.

EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation og Amortisation)

EV/EBITDA er en multipel som oftest anvendes i værdiansættelsessammenhænge. Argumentationen for at anvende denne multipel er ofte, at den giver et mere retvisende billede af virksomhedens cash flow, end f.eks. EV/Revenue (Enterprise Value/Omsætning). Ligeledes indgår af- og nedskrivninger, samt skat ikke. Dette har betydning hvis virksomhederne der sammenlignes, f.eks. opererer i forskellige lande, og dermed har forskellig selskabsskattesatser. Ved at anvende EBITDA gøres virksomhederne mere sammenlignelige. Der er dog også nogle faldgruber, man skal være opmærksom på i brugen af EBITDA. F.eks. er afskrivninger ikke inkluderet, hvilket har en påvirkning på det resultat der medtages. Det må antages at en del af resultatet generes på baggrund af f.eks. produktionsanlæg. Disse produktionsanlæg har naturligt en løbende afskrivning af værdien. Denne afskrivning indgår ikke i det resultat som benyttes (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 58). I denne opgave skal multiplerne som nævnt ikke anvendes til en værdiansættelse eller sammenligning i en peer group. Multiplerne skal bruges som et vurderingssupplement for base case, hvorfor multiple EV/EBITDA findes anvendelig, da det er den samme virksomhed der vurderes.

Beregning af multiple EV/EBITDA gennemgås nedenfor.

EV – Enterprise Value

Enterprise Value (EV) beregnes ved følgende formel (Petersen Christian & Plenborg Thomas, 2012: s. 228):

$$EV = \frac{FCFF}{WACC - g}$$

I budgetteringen af base case blev FCFF, WACC og g beregnet. Beregningen af EV vil derfor tage udgangspunkt i budgetteringen fra base case, da det er denne som skal benyttes som sammenligningsgrundlag mod analytikerne. Den konstante vækst g, tages i terminalperioden, da det er denne der er forudsat konstant i al evig fremtid.

EV for 2017 beregnes således:

$$EV = \frac{5298}{8,62\% - 4\%} = 103.481,5344 \text{ mio. DKK}$$

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation)

For at beregne fremtidig EBITDA ses der på den historiske EBITDA for år 2015 og 2016. Der er taget udgangspunkt i de to seneste år, da disse vurderes mest retvisende set i forhold til den historiske udvikling i bl.a. nettoomsætningen. Afskrivningerne er taget ud fra noterne i årsrapporten 2016, hvor de er specificeret for immaterielle og materielle aktiver (Årsrapport 2016: s. 93). Som det ses af nedenstående tabel er driftsomkostninger gennemsnitligt steget med 23,17% hvert år fra 2011 og frem til 2016. Under driftsomkostningerne er afskrivningerne indregnet, hvorfor det i denne opgave antages at afskrivningerne ligeledes må være steget i samme niveau. Ser man på gennemsnittet af stigningen i årene 2015 og 2016 er denne 20,53%. Da 2015 og 2016 vurderes som de mest retvisende år, er 20,53% anvendt i opgaven for den årlige stigning i driftsomkostningerne³. Udviklingen af afskrivninger på driftsomkostninger ses ligeledes af nedenstående tabel. Her er også benyttet gennemsnittet for årene 2015 og 2016 på 3,84%. Det er dermed antaget af driftsomkostninger stiger med 20,53% årligt, og heraf er 3,84% afskrivninger. Den budgetterede fremtidig nettoomsætning fratrækkes nu afskrivninger, som er omregnet til kroner. Hermed er EBITDA beregnet.

EV/EBITDA kan nu beregnes og sammenlignes med de oplyste på www.4-traders.com. For år 2019 er nøgletallet EV/EBITDA ikke oplyst, hvorfor dette nøgletal skal udregnes på baggrund af den oplyste EBITDA. Der tages udgangspunkt i aktiekursen den 12. april 2017 på 755,00 kr. samt det aktuelle antal stk. aktier på 117.056.821. Ganges disse to giver det en markedsværdi på 88.377.899.855 kr. Denne værdi er uden den nettorentebærende gæld, som EV indeholder. På www.4-traders.com er gælden i 2019 oplyst til 936.000.000 kr. Disse to tal lægges sammen og dermed fås Enterprise value 89.313.899.855 kr. Dermed kan EV/EBITDA for år 2019 udregnes: $89.313.899.855 / 11.438.000.000 = 7,81$. Sammenligningen ses af nedenstående tabel:

³ Driftsomkostningerne indeholder produktions-, salgs-, distributions-, markedsførings-, og administrationsomkostninger

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns. udvikling
Driftsomkostninger	4600	5177	6329	7870	10923	12877	
Udvikling i driftsomkostninger pr. år i procent		12,54%	22,25%	24,35%	38,79%	17,89%	23,17%
Gns. Udvikling i driftsomkostninger for år 2015-2016							20,53%
År			2017	2018			
Udvikling (Driftsomkostninger * 20,53%)			2644	3186			
Driftsomkostninger			15521	18707			
År	2015	2016	2017	2018			
Afskrivninger på immaterielle aktiver	199	203					
Afskrivninger på materielle aktiver	201	314					
Afskrivninger i alt	400	517	596	718			
Afskrivning af driftsomk. i procent	3,66%	4,01%					
Gennemsnitlig afskrivning i procent	3,84%						
Driftsomk. - afskrivning	10523	12360	14925	17989			
EBITDA = Nettoomsætning - (driftsomk.-afskrivning)	6214	7921	9412	11216			
Beregnet EV/EBITDA			10,99	10,57	12,68		
Aflæst EV/EBITDA (www.4-traders.com d. 12. april 2017)			10,1	8,92	7,81		

Af ovenstående tabel fremgår det, at EV/EBITDA for år 2017 stort set er ens for base case og analytikerne. Dette kan skyldes, at der er estimeret stort set de samme forudsætninger for 2017. I 2018 er der større forskel i EV/EBITDA. Årsagen til at den beregnede EV/EBITDA for base case er højere end analytikernes kan skyldes, at base case forudsætningerne er mere optimistiske end analytikernes. Ligeledes er den anvendte Enterprice value højere for base case, hvilket naturligt har indvirkning på EV/EBITDA (Enterprice value er aflæst på www.4-traders.com den 12. april 2017). Den højere EV kan skyldes forskel i den anvendte WACC samt vækstraten (g). Det kan ligeledes skyldes forskel i det beregnede fremtidige cash flow (FCFF). En højere EV påvirker EV/EBITDA op, og en højere EBITDA påvirker EV/EBITDA ned. Dette er ligeledes tilfældet for 2019, hvor der er relativ stor forskel mellem base case og analytikerne. Årsagen skal findes i forskellen på Enterprice value. I base case er den beregnede Enterprice value i 2019 på 142.263,77 mio. DKK og analytikernes er på 89.313,90 mio. DKK.

P/E (Price Earnings)

P/E er også en multiple, som anvendes til værdiansættelse. P/E fortæller om prisfastsættelsen i forhold til indtjening. Med andre ord er P/E den pris en investor betaler for 1 kroners overskud i virksomheden (Sørensen Ole, 2012: s. 121). Udover værdiansættelse kan P/E også benyttes til vurdering af køb eller salg af aktien. P/E er en multiple der findes mange steder og er dermed ofte let tilgængelig at få oplysninger omkring. Dog er det svært at sammenligne virksomheder med hinanden, idet niveauet for en høj eller lav P/E er svært at vurdere. I denne opgave vil P/E igen bruges til vurdering af forudsætningerne estimeret i base case med analytikernes resultat. Da P/E ikke skal bruges til sammenligning med andre virksomheder, og heraf sammenligning af forskellige niveauer for P/E, vurderes P/E som en relevant multiple at bruge som et sammenligningsgrundlag.

P/E beregnes ved følgende formel (sydbank.dk, "Kurs-/nøgletal, P/E" + investopedia.com, "P/E ratio"):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Børskurs}}{\text{Resultat pr. aktie (EPS)}}$$

Beregning af fremtidig P/E er afhængig af den aktuelle markedskurs samt forventningerne til fremtidig indtjening.

For at beregne P/E for år 2017 skal det fremtidige resultat pr. aktie (EPS) først beregnes (sydbank.dk, "Kurs-/nøgletal, P/E" + investopedia.com, "P/E ratio"):

$$\text{Resultat pr. aktie} = \frac{\text{Årets resultat efter skat}}{\text{Antal aktier}}$$

Årets resultat efter skat (NOPAT) er beregnet i budgetteringen for base case. I beregning for antal aktier, benyttes det aktuelle antal aktier, da fremtiden ikke kendes. Dette tal kan løbende ændres, hvis der f.eks. foretages en aktieemission.

$$\text{Resultat pr. aktie for år 2017} = \frac{7.301.000.000}{117.056.821} = 62,37 \text{ kr.}$$

P/E for år 2017 kan nu beregnes. Der tages udgangspunkt i aktiekursen den 12. april 2017 på 755,00 kr.

$$\frac{P}{E} = \frac{755}{62,37} = 12,10$$

I nedenstående tabel ses P/E for årene 2017, 2018 og 2019 udregnet på baggrund af estimaterne i base case, samt de aflæste fra www.4-traders.com:

År	2017	2018	2019
Årets resultat efter skat (NOPAT) mio. DKK	7301	8761	10251
Antal aktier (stk.)	117056821		
Resultat pr. aktie i DKK	62,37	74,84	87,57
Aktuel aktiekurs i DKK	755		
Beregnet P/E	12,10	10,09	8,62
Aflæst P/E (www.4-traders.com d. 12. april 2017)	12,80	11,00	9,66

Af ovenstående tabel fremgår det, at den beregnede P/E ud fra forudsætningerne i base case er på stort set samme niveau som analytikernes. Dette stemmer overens med den beregnede EV/EBITDA. Her er det ligeledes år 2017 der ligner hinanden mest. I år 2018 og 2019 er der lidt mere forskel, og her er analytikernes P/E højere end den beregnede fra base case forudsætningerne. En årsag til dette kan være at base case estimaterne er mere optimistiske, hvad angår resultat efter skat, end analytikerne er. Resultatet efter skat påvirker resultatet pr. aktie, hvilket derefter påvirker P/E. Jo højere resultat pr. aktie, jo lavere P/E. Dette skyldes primært, at der ved beregning af de fremtidige P/E, benyttes den aktuelle kurs på 755 kr.

Den beregnede P/E vil naturligt ændres over tid, da der som nævnt er anvendt den aktuelle aktiekurs til beregningen. Aktiekursen ændres dagligt, og derfor vil en aktiekurs på 755 kr. ikke være aktuel i resten af 2017, 2018 eller for den sags skyld i 2019. Ligeledes er årets resultat efter skat (NOPAT) et estimat for fremtiden, og alt andet lige vil dette estimat være forskelligt fra virkeligheden. Derfor er P/E ligeledes et nøgletal beregnet på baggrund af konkrete forudsætninger, og bør derfra betragtes ud fra disse forudsætninger.

10.1 Delkonklusion multipler

Med baggrund i sammenligningen af analytikernes beregnede aktiekurs, aktieanbefaling samt multiplerne ved EV/EBITDA og P/E, må det konkluderes, at forudsætningerne for base case og analytikerne må være indenfor samme niveau. For begge multipler er det primært år 2017 som er på det samme niveau. Dette må hovedsageligt skyldes, at forudsætninger for budgetteringen i base case, stemmer godt overens med analytikernes forudsætninger. At årene 2018 og 2019 er lidt mere forskellige, vurderes at skyldes at base case er mere optimistisk i forudsætningerne for budgetteringen, end analytikerne er.

Det er dog fortsat interessant, at den aktuelle aktiekurs på børsen ikke afspejler det samme billede, og handles til en kurs der på baggrund af ovenstående, må vurderes at være undervurderet. Der kan være flere årsager til dette. PANDORA er en aktie, der handles ofte, og må derfor betragtes som en populær aktie, både for indenlandske og udenlandske investorer (nordnetbloggen.dk, "Februar måneds danske og udenlandske favoritaktier"). En årsag til den umiddelbare lave aktiekurs, kan være de seneste års positive historie og vækst. Investorerne kan på baggrund af dette have en forventning om at de positive historier, og heraf kraftigt stigende vækst, snart er aftagende, og dermed vurderes der ikke den helt store fremtidige gevinst i PANDORA aktien (finans.dk, "Her er de mest populære aktier i 2016"). En anden årsag kan være at PANDORA, som nævnt opererer indenfor cykliske varer, og dermed er omsætningen alt andet lige afhængig af den globale økonomi. Der kan være bekymring om en ny finanskrisen i nærmeste fremtid. Bl.a. set i relation til den fortsat store gæld i Sydeuropa (borsen.dk, "Her er ti begivenheder der kan ryste markederne i 2017"). Ydermere kan den nuværende uro i EU, bl.a. på baggrund af Brexit og et kommende fransk valg, påvirke investorenes frygt for en økonomisk ustabilitet og krise i Europa (information.dk, "Det franske valg er Europas Stalingrad"). En tredje årsag kan være diskussionerne om en eksisterende aktieboble. Flere eksperter frygter at de nuværende rekord høje aktiepriser, er et tegn på at vi befinder os i en aktieboble (shareholders.dk, "Aktieboble eller ej?"). Om vi befinder os i en aktieboble eller ej, kan jo først siges med sikkerhed, når og hvis boblen springer (investorview.dk, "Aktieboble?"). Det vurderes dog at PANDORA aktiens nuværende kurs er undervurderet i relation til estimerne for base case og analytikerne.

11. Konklusion

11.1 Opsummering af problemformulering

Med udgangspunkt i PANDORA aktiens lukkekurs 12. april 2017 på 755,00 kr., vil opgaven undersøge om denne kurs kan vurderes som den korrekte, eller om markedet over- eller undervurderer aktiekursen og hermed værdien af PANDORA.

Opgavens formål er at udarbejde en strategisk analyse, samt en rentabilitetsanalyse af PANDORA. Afslutningsvis vil der blive udarbejdet en værdiansættelse, som tjener til formål at værdiansætte virksomheden PANDORA.

Værdiansættelsen skal ses fra en privat investors synspunkt, som overvejer at investere i aktien, uden medbestemmende ejerandel i PANDORA.

11.2 Konklusion

Den strategiske analyse omhandlede de omverdens, branche og interne forhold som påvirker PANDORA. Omverdensanalysen blev udarbejdet ved brug af PESTEL modellen, og modellen konkluderede at flere makroøkonomiske forhold påvirker PANDORA. PANDORA er en global eksponeret virksomhed, hvorfor politiske forhold verden over har indflydelse på virksomheden. PANDORA sælger en cyklisk vare af luksuspræget karakter, hvorfor globale økonomiske forhold ligeledes har en betydning. Det blev konkluderet, at når økonomien er i fremgang har dette positiv indflydelse på PANDORA, og når økonomien er nedadgående er det modsatte gældende. Miljømæssige og sociologiske forhold har ligeledes en betydning for PANDORA, primært grundet deres globale tilstedeværelse.

Brancheanalysen blev udarbejdet ved brug af Porters Five Forces. Konklusionen var, at PANDORA opererer indenfor en branche præget af mange udbydere og stor konkurrence. PANDORA har formået at etablere sig som en anerkendt global smykkegigant, hvilket medvirker til deres unikke position på markedet. På baggrund af dette blev det konkluderet at konkurrencen direkte mod PANDORA er begrænset.

Den interne analyse belyste PANDORAs strategi, samt produktkategorier. På baggrund af produktkategoriernes placering på PLC-kurven blev det konkluderet, at PANDORAs produktportefølje primært befinder sig i vækstfasen, hvilket er positivt, da det er vækstfasen, der er mest rentabel for virksomheden. Den strategiske analyse blev opsummeret af SWOT-analysen, som konkluderede, at PANDORA har mange styrker, bl.a. et stærkt brand, bred erfaring og en stor markedsposition. PANDORAs svagheder blev konkluderet relativt begrænsede, men dog vurderes den store omsætning af Charms og en økonomisk krise, som potentielle svagheder. PANDORA har store muligheder for at etablere sig på nye markeder og heraf yderligere vækstpotentiale. Trusler overfor PANDORA ses primært i relativt mange nye udbydere på markedet og heraf skærpet konkurrence.

Regnskabs- og rentabilitetsanalysen havde til formål at reformulere resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalopgørelsen samt analysere de historiske nøgletal for PANDORA. Rentabilitetsanalysen konkluderede at PANDORA har formået at udvikle sig positivt i analyseperioden, og niveauet for ROIC og ROE vurderes særdeles flot. Ydermere blev det konkluderet, at overskudsgraden befinder sig på et højt niveau, hvilket er unikt, da dette ikke er kendetegnet for den branche, som PANDORA opererer i.

Budgetteringen tog udgangspunkt i de fremtidige forventninger til PANDORA, og på baggrund af egne estimater blev base case udarbejdet. Konklusionen for base case er, at den nuværende kurs på børsen vurderes undervurderet og på denne baggrund får aktien en købsanbefaling. Dog konkluderede base case ydermere, at den fundne aktiekurs blot er et estimat udarbejdet med udgangspunkt i konkrete forudsætninger og skal derfor betragtes med yderst forsigtighed.

DCF modellen blev brugt til værdiansættelsen af base case, og efterfølgende blev der udarbejdet en følsomhedsanalyse, som havde til formål at belyse de udfordringer DCF modellen kan indeholde. Følsomhedsanalysen konkluderede, at DCF modellen er yderst følsom overfor ændringer i værdidriverne. Ydermere blev det konkluderet at DCF modellen er mest følsom overfor ændringer i WACC.

Til sidst i opgaven blev der udarbejdet en analyse af forskellige multipler. Formålet med denne analyse var at belyse forventninger til PANDORA aktiens pris og udvikling, set med udgangspunkt i markedets forventninger. Her blev multiplerne EV/EBITDA og P/E for base case og analytikerne sammenlignet. Dette blev foretaget på baggrund af den relativt store forskel på aktiekursen i base case og den aktuelle kurs på børsen. Analysen konkluderede, at estimaterne for base case og analytikerne må være på nogen lunde samme niveau. Dog vurderes base case estimaterne at være mere optimistiske. Dette blev konkluderet på baggrund af forskellen mellem den estimerede aktiekurs for base case på 1.280,74 kr., og konsensus på 1.112 kr.

Årsagen til forskellen i den aktuelle kurs på børsen og den estimerede kurs i base case, blev konkluderet til bl.a. at kunne findes i investorernes frygt for at PANDORA ikke vækster i samme tempo som hidtil, og at PANDORA er et modefænomen, som forbrugerne snart ikke finder attraktivt længere. Ligeledes kan det generelle høje aktieniveau, og heraf en mulig frygt for en aktieboble, konkluderes som en mulig påvirkning på kursen.

Opgavens formål var at undersøge om PANDORA er korrekt prissat på børsen. Det må af den udarbejdede opgave konkluderes at ud fra forudsætningerne i base case, forekommer den aktuelle pris på børsen lav. Dog må det understreges at den fundne aktiekurs skal betragtes med yderst forsigtighed og derfor ikke kan vurderes som den endelige korrekte pris. Ved udarbejdelse af værdiansættelsen må det konkluderes at der findes særdeles begrænsede værktøjer til at beskrive en pris, hvorfor prisen ikke kan stå alene og derfor heller ikke må betragtes som endelig. Forudsætningerne for en pris udarbejdes af individuelle estimater for virksomhedens fremtid, hvorfor ingen pris er bedre end en anden.

12. Litteraturliste

Faglitteratur

- 1) Bang Knud Erik, Størup Gitte, Hassing Jeanette, Poulsen Marianne & Frølich Henrik: "Virksomhedsøkonomi B", Systime A/S
- 2) Petersen, Christian & Plenborg, Thomas 2012: "Financial Statement Analysis – Valuation, Credit analysis, Executive compensation", Pearson, Prentice Hall
- 3) Sørensen, Ole 2012: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Gjellerup, 4. udgave, 2. oplag,

Artikler tilgængelige på internettet

- 1) Berndt, Thomas 2016: "Miljøgrupper: Donald Trump vil være et mareridt for planeten", Politiken: http://politiken.dk/udland/fokus_int/Fokus_pr_sidentvalg_2016/art5623781/Milj%C3%B8grupper-Donald-Trump-vil-v%C3%A6re-et-mareridt-for-planeten
- 2) Buchhave, Gerd 2010: "Her er Pandoras nye ejere", Børsen: http://penge.borsen.dk/artikel/1/192684/her_er_pandoras_nye_ejere.html?hl=YTo4OntpOjA7czo3OiJQYW5kb3JhIjtpOjI7czo5OiJw5SBi-HJzZW4iO2k6MztzOjI6InDlIjtpOjQ7czo5OiJn5XIiO2k6MTc7czoxMzoiZ-VyIHDlIGL4cnNlbiI7aToyMDtzOjEwOiJQYW5kb3JhIHDlIjtpOjI5O3M6NjoiQvhy2VuIjtpOjcxO3M6NjoiZ-VyIHDlIj9
- 3) Christensen Hilda Rømer, 2015 "Middelklassen og det nye Kina", Berlingske: <https://www.b.dk/kommentarer/middelklassen-og-det-nye-kina>
- 4) Frandsen, Caroline Gerd 2016: "Danskerne handler aktier som aldrig før: Her er favoritten, nyheder.tv2.dk: <http://nyheder.tv2.dk/erhverv/2016-09-20-danskerne-handler-aktier-som-aldrig-foer-her-er-favoritten>
- 5) Hall, Ole 2013: "Pandoras thailandske succesformel", Berlingske Business: <http://www.business.dk/detailhandel/pandoras-thailandske-succesformel>
- 6) Jebsen, Louise 2017: "Den aktuelle aktieoptur er langt fra historiske højder, og chefstrateg mener, at positiv trend kan fortsætte", Investorview: <http://www.investorview.dk/article/aktieboble-chefstrateg-nedtoner-bekymring>
- 7) Jørgensen, Lea Hovmand 2016: "Korrespondent: Den sociale og økonomiske ulighed i USA er slående", DR Nyheder:

<https://www.dr.dk/nyheder/udland/valg-i-usa-2016/korrespondent-den-sociale-og-oekonomiske-ulighed-i-usa-er-slaaende>

- 8) Kovats, Kirstie 2015: "Tattoo trends for 2016", Inked: <http://www.inkedmag.com/tattoo-trends-2016/>
- 9) Kristensen, Mick 2016: "Pandora i markant fald – stemningen er vendt", Finans: <http://finans.dk/investor/ECE8871675/pandora-i-markant-fald-stemningen-er-vendt/?ctxref=ext>
- 10) Langer, Morten W. 2016: "Aktieboble og hullerne i osten: Her er Langers Skarpe Aktietips", Berlingske Business: <http://www.business.dk/investor/aktieboble-og-hullerne-i-osten-her-er-langers-skarpe-aktietips>
- 11) Leanderdal, Hanna 2016: "Danske erhvervsledere i Kina: Lavere vækst er ikke verdens undergang", DR Nyheder: <https://www.dr.dk/nyheder/udland/danske-erhvervsledere-i-kina-lavere-vaekst-er-ikke-verdens-undergang>
- 12) Lund, Jonas 2017: "Stor investorguide: Her er ti begivenheder der kan ryste markederne i 2017", Børsen: <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/159647/artikel.html?hl=YTo3OntpOjA7czo4OiJpIEV1cm9wYSI7aToxO3M6MT0iaSI7aToyO3M6NjoiZ-ZsZGVuIjtpOjk7czoxOiJJiJtpOjE1O3M6NjoiRXVyb3BhIjtpOjM4O3M6NjoiR-ZsZGVuIjtpOjQ1O3M6ODoiZ-ZsZGVuIGkiO30>
- 13) Madsen, Hans Peter 2016: "Tatovør afslører: Denne 00'er-tatovering er på vej tilbage", BT: <http://www.bt.dk/danmark/tatovoer-afsloerer-denne-00er-tatovering-er-paa-vej-tilbage>
- 14) Melander, Ronja 2016: "Her er de mest populære aktier i 2016", Finans: <http://finans.dk/live/investor/ECE8589393/her-er-de-mest-populaere-aktier-i-2016/?ctxref=ext>
- 15) Mouritzen, Kristian & Bjerre, Michael 2017: "Trump spiller højt spil: Tvinger arbejdspladserne tilbage til USA", Berlingske: <https://www.b.dk/globalt/trump-spiller-hoejt-spil-tvinger-arbejdspladserne-tilbage-til-usa>
- 16) Nielsen, Bo 2017: "Dansk økonomi i 2017: Boblende optimisme tilsat usædvanligt mange faremomenter", Finans: <http://finans.dk/finans/okonomi/ECE9226513/dansk-oekonomi-i-2017-boblende-optimisme-tilsat-usaedvanligt-mange-faremomenter/?ctxref=ext>
- 17) Nielsen, Jørgen Steen 2017: "Det franske valg er Europas Stalingrad: Vinder Le Pen, kan EU gå i opløsning", Information: <https://www.information.dk/udland/2017/02/franske-valg-europas-stalingrad-vinder-le-pen-kan-eu-gaa-oploesning>
- 18) Odenwall, Niklas 2017: "Februar måneds danske og udenlandske favoritaktier", Nordnetbloggen: <https://www.nordnetbloggen.dk/februar-maaneds-favoritaktier/03/03/2017/>

- 19) Ritzau Finans 2012: "Sydbank: Konkurrent-melding tegner godt for Pandora", Finans: <http://finans.dk/artikel/ECE4622946/Sydbank:-Konkurrent-melding-tegner-godt-for-Pandora/?ctxref=ext>
- 20) Sixhøj, Mads & Olsen, Søren Martin 2016: "Stigende privatforbrug skaber arbejdspladser", Berlingske Business: <http://www.business.dk/oekonomi/stigende-privatforbrug-skaber-arbejdspladser>
- 21) Steinmetz, Morten Gade 2016: "De danske smykkeproducenter i hård konkurrence", Deloitte: <https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/consumer-business/pressemeddelelser/de-danske-smykkeproducenter-i-haard-konkurrence.html>
- 22) Veile, Cecilie 2016: "Damark/OECD: Højere privatforbrug vil løfte væksten i 2017", Ritzau Finans: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/06/01/danmark-oecd-hoejere-privatforbrug-vil-loefte-vaeksten-i-2017/13386502>

Rapporter og faglitteratur tilgængelige på internettet

- 1) Christiansen, Jeppe 2017: "Jeppe Christiansen: Aktieboble eller ej?", Danske Aktionærforening: <http://www.shareholders.dk/investorviden/102630/jeppe-christiansen-aktiebobler-og-boligbobler>
- 2) Danmarks Statistik 2017: "Vi lever længere": <http://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=23488#>
- 3) Den økonomiske portal – Læringsmateriale: "Pengepolitik": http://avenbuild.ventures.dk/viden_om_VM.asp?styleID=36&cryptID=idzqRGnXKACjU&laeringssourceID=2360&skabelonID=3&bcid=&kategoriID=&side=3
- 4) E-conomic: "Deflation – hvad er deflation?": <https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/deflation>
- 5) E-conomic: "Dækningsbidrag – hvad er et dækningsbidrag?": <https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/daekningsbidrag>
- 6) Folger, Jean 2017: "How do I calculate the P/E ratio of a company?", Investopedia: <http://www.investopedia.com/ask/answers/070314/how-do-i-calculate-pe-ratio-company.asp>
- 7) Marketingteorier: "PLC-kurven (product Life Cycle)": <http://marketingteorier.dk/plc-kurven>
- 8) Marketingteorier: "Porter's generiske strategier": <http://marketingteorier.dk/porters-konkurrencestrategier-generiske-strategier>
- 9) Miljø- og Fødevareministeriet: "Detailhandlens rolle", Miljøstyrelsen:

<http://mst.dk/virksomhed-myndighed/groen-strategi/baeredygtigt-forbrug/detailhandlens-rolle/>

10) Pedersen, Jacob: "Kurs-/nøgletal, P/E", Sydbank:

<http://www.sydbank.dk/inc/pdf/investering/sommerskole/summer-school-4.pdf>

11) World Integrated Trade Solution, WITS: "Thailand trade statistics":

<http://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/THA>

Årsrapporter

PANDORA

www.pandoragroup.com Investor – Financials – Annual Reports

Årsrapport 2012

Årsrapport 2013

Årsrapport 2014

Årsrapport 2015

Årsrapport 2016

Markedsinformation

www.euroinvestor.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.4-traders.com

Selskabsmeddelelser

www.pandoragroup.com Investor – News – Company Announcements

13. Bilag

13.1 Bilag 1: Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering er resultatopgørelse (koncern niveau)						
DKK mio.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomæstning	6658	6652	9010	11942	16737	20281
Produktionsomkostninger	1798	2223	3011	3519	4544	5058
Bruttoresultat	4860	4429	5999	8423	12193	15223
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	2053	2084	2397	3100	4722	5838
Administrationsomkostninger	749	870	921	1251	1657	1981
Driftsoverskud fra salg før af- og nedskrivninger (EBITDA)	2058	1475	2681	4072	5814	7404
Af- og nedskrivninger	221	180	200	222	400	518
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	1837	1295	2481	3850	5414	6886
Rapporteret skatteomkostning	332	277	522	774	1671	1625
Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	77,75	1	15,25	49	110,215	54,12
Skat allokert til andet driftsoverskud	-	-	-	-	-	-
Skat på driftsoverskud fra salg i alt	409,75	278	537,25	823	1781,215	1679,12
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	1427,25	1017	1943,75	3027	3632,785	5206,88
Valutakursregulering af kapitalandele i dattervirksomheder	247	-65	-355	537	249	121
Sikringsinstrumenter vedr. råvarer	-493	134	-73	6	4	-22
Sikringsinstrumenter vedr. valutakurser	-58	69	-25	-24	19	69
Skat af anden totalindkomst	13	-18	6	5	22	-10
Driftsoverskud fra andre poster efter skat	-291	120	-447	524	294	158
Driftsoverskud efter skat i alt	1136,25	1137	1496,75	3551	3926,785	5364,88
Finansielle indtægter	660	132	167	14	84	328
Finansielle omkostninger	349	128	106	214	553	82
Nettofinansielle omkostninger	311	4	-61	200	469	-246
Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	77,75	1	15,25	49	110,215	54,12
Nettofinansielle omkostninger efter skat	388,75	5	-76,25	151	358,785	-300,12
Totalindkomst	1525	1142	1573	3400	3568	5665
+ Af- og nedskrivninger (Totalindkomst i alt)	1746	1322	1773	3622	3968	6183

13.2 Bilag 2: Reformulering af balancen

Reformulering af balance (koncernniveau)						
DKK mio.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVER						
Driftsaktiver						
Goodwill	1928	1922	1904	2080	2424	2571
Brand	1053	1053	1053	1053	1057	1057
Distributionsnetværk	336	331	300	268	216	184
Distributionsrettigheder	1064	1045	1042	1047	1069	1061
Andre immaterielle aktiver	95	136	318	411	683	893
Materielle aktiver	429	472	497	711	1237	1767
Udskudte skatteaktiver	209	190	276	407	879	946
Varebeholdninger	1609	1318	1490	1684	2357	2729
Tilgodehavender fra salg	900	940	895	1110	1360	1673
Tilgodehavende indkomstskatter	41	138	35	52	113	142
Andre tilgodehavender	177	498	731	404	803	754
Driftslikviditet (1,5% af omsætningen)	100	100	135	179	251	304
Driftsaktiver i alt (DA)	7941	8143	8676	9406	12449	14081
Finansielle aktiver						
Andre finansielle aktiver	34	26	48	99	159	250
Afledte finansielle instrumenter	0	4	0	99	65	161
Likvider	76	241	551	952	638	593
Finansielle aktiver i alt (FA)	110	271	599	1150	862	1004
Aktiver i alt (DA + FA)	8051	8414	9275	10556	13311	15085
Driftsforpligtelser						
Hensatte forpligtelser (langfristet)	64	7	35	61	97	101
Udskudte skatteforpligtelser	552	552	471	430	394	393
Anden gæld (langfristet)	2	2	3	0	249	393
Hensatte forpligtelser (kortfristet)	230	463	471	678	971	1004
Leverandørgæld	288	219	539	804	1329	1622
Skyldige indkomstskatter	344	283	546	643	306	547
Anden gæld (kortfristet)	775	645	551	630	1005	964
Driftsforpligtelser i alt (DF)	2255	2171	2616	3246	4351	5024
Finansielle forpligtelser						
Lån og anden gæld (langfristet)	375	151	0	0	2350	3008
Lån og anden gæld (kortfristet)	10	7	49	10	257	3
Afledte finansielle instrumenter	0	47	148	268	214	256
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	385	205	197	278	2821	3267
Forpligtelser i alt (DF + FF)	2640	2376	2813	3524	7172	8291
Egenkapital (EK)	5411	6038	6462	7032	6139	6794
Passiver i alt (DF + FF + EK)	8051	8414	9275	10556	13311	15085
Netto driftsaktiver (NDA)	5686	5972	6060	6160	8098	9057
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	275	-66	-402	-872	1959	2263
Egenkapital (EK)	5411	6038	6462	7032	6139	6794
I alt	11372	11944	12120	12320	16196	18114

13.3 Bilag 3: Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Reformulering af egenkapitalopgørelsen (koncernniveau):						
DKK mio.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital primo	4315	5411	6038	6462	7032	6139
Egenkapital ultimo	5411	6038	6462	7032	6139	6794
Ændring i egenkapital	1096	627	424	570	-893	655
Forklaring:						
Årets resultat	2037	1202	2220	3098	3674	6025
Dirty surplus	-291	120	-447	524	294	35
Totalindkomst	1746	1322	1773	3622	3968	6060
Aktiebaseret vederlæggelse	0	20	64	170	127	102
Køb af egne aktier	-	-	-700	-2402	-3900	-4000
Udbytte	-650	-715	-713	-820	-1088	-1507
Transaktioner med aktionærer	-650	-695	-1349	-3052	-4861	-5405
Egenkapital ultimo	5411	6038	6462	7032	6139	6794

13.4 Bilag 4: Udregning af risikofri rente

Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct p.a.) efter type og tid																		
Enhed: pct. pro anno																		
10 årig statsobligation	2007M01	2007M02	2007M03	2007M04	2007M05	2007M06	2007M07	2007M08	2007M09	2007M10	2007M11	2007M12	2008M01	2008M02	2008M03	2008M04	2008M05	2008M06
	4,04	3,92	4,03	4,19	4,43	4,58	4,39	4,31	4,38	4,26	4,12	4,38	3,94	3,88	4,05	4,32	4,64	4,64
Der er reviderede tal for obligationsrentegennemsnittene for maj 2016.																		
	2,23704918																	

13.5 Bilag 5: Udregning af beta

RESUMEOUTPUT									
Regressionsstatistik									
Multipl R	0,945240638								
R-kvadreret	0,893479863								
Justeret R-kvadreret	0,893414553								
Standardfejl	98,87447643								
Observationer	1633								
ANOVA									
	fg	SK	MK	F	Signifikans F				
Regression	1	133744338,5	133744338,5	13680,65886	0				
Residual	1631	15944920,37	9776,16209						
I alt	1632	149689258,9							
	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi	Nedre 95%	Øvre 95%	Nedre 95,0%	Øvre 95,0%	
Skæring	-469,7194765	7,980101628	-58,86134016	0	-485,3718037	-454,0671492	-485,3718037	-454,0671492	
X-variabel 1	1,32447	0,011323685	116,9643487	0	1,302256938	1,346677931	1,302256938	1,346677931	

13.6 Bilag 6: Budgettering og værdiansættelse af base case

Mio. DKK	Regnskabsår	Budgetperiode										Terminalperiode		
		R2016	B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Nettoomsætning udvikling		20281	0,20	0,20	0,17	0,14	0,12	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,04	0,04
Overskudsgrad		0,30	0,30	0,30	0,30	0,25	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Nettoomsætning (OMS * (1+g))		20281	24337	29205	34169	38953	43628	47990	52309	55971	59329	62296	64788	67379
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)		5207	7301	8761	10251	9738	10907	9598	10462	11194	11866	12459	12958	13476
Driftsoverskud fra andre poster før SKAT		158	0,10	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,05	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02
DO i alt efter SKAT		5365	7301	8761	10251	9738	10907	9598	10462	11194	11866	12459	12958	13476
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)		2,36	2,30	2,20	2,20	2,10	2,10	2,00	2,00	1,90	1,80	1,60	1,50	1,50
Nettodriftaktiver (NDA)		8578	10581	13275	15532	18549	20775	23995	26155	29458	32961	36935	43192	44919
Årlig tilvækst - ΔNDA		1449	2004	2693	2257	3018	2226	3220	2160	3304	3502	5974	4257	1728
FCFF = DO - ΔNDA		3916	5298	6068	7994	6721	8681	6378	8302	7890	8364	6485	8701	11748
ROIC (DOsalg, NDA)		0,66	0,76	0,73	0,71	0,57	0,55	0,43	0,42	0,40	0,38	0,35	0,32	0,31
ROIC (DOIalt, NDA)		0,68	0,76	0,73	0,71	0,57	0,55	0,43	0,42	0,40	0,38	0,35	0,32	0,31
Netto finansielle aktiver (NFA)		-2263												
RIDO(t) = DO(t) - WACC * NDA(t-1)		4750	6562	7849	9107	8400	9308	7807	8394	8940	9327	9618	9602	9753
WACC		8,62%												
Tilbagediskonteringsfaktor		1,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44	0,40	0,37
DCF tilbage diskonteret		3916,34	4877,13	5143,22	6238,12	4828,29	5741,66	3883,66	4654,29	4072,39	3974,04	2836,90	3504,10	4356,00
RIDO tilbage diskonteret		4750,40	6041,22	6653,12	7106,26	6034,39	6156,42	4754,10	4705,50	4614,00	4431,70	4207,51	3866,96	3616,24

Mio. DKK		Kurs i DKK	Difference
PV FCFF	49753,80		
PV RIDO	58571,19		
PV TV FCFF Ultimo 2016	102428,4988		
PV TV RIDO Ultimo 2016	85033,47898		
NDA	8578		
NFA	-2263		
Enterprise Value (FCFF)	152182,30		
Enterprise Value (RIDO)	152182,30		
Equity Value (FCFF Ultimo 2016)	149919,09	1280,74	
Equity Value (RIDO Ultimo 2016)	149919,09	1280,74	
Den faktiske kurs pr. 22. marts 2017		755,00	-525,74

13.7 Bilag 7: Budgettering og værdiansættelse af worst case

Mio. DKK	Regnskabsår R2016	Budgetperiode										Terminalperiode	
		B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Nettoomsætning udvikling	20281	0,20	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,05	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02
Overskudsgrad	0,30	0,30	0,15	0,15	0,13	0,13	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Nettoomsætning (OMS * (1+g))	20281	24337	26771	29046	31080	32944	34592	36148	37414	38536	39499	40289	41095
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	5207	7301	4016	4357	3885	4118	3459	3615	3741	3854	3950	4029	4110
Driftsoverskud fra andre poster før SKAT	158	0,10	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
DO i alt efter SKAT	5365	7301	4016	4357	3885	4118	3459	3615	3741	3854	3950	4029	4110
Aktiveres omsætningshastighed (AOH)	2,36	2,30	1,10	1,10	1,05	1,05	1,00	1,00	0,95	0,90	0,80	0,75	0,75
Nettodriftaktiver (NDA)	8578	10581	24337	26406	29600	31376	34592	36148	39383	42818	49374	53719	54793
Årlig tilvækst - ΔNDA	1449	2004	13756	2069	3194	1776	3216	1557	3234	3435	6556	4345	1074
FCFF = DO - ΔNDA	3916	5298	-9740	2288	691	2342	243	2058	507	419	-2607	-316	3035
ROIC (DOsalg, NDA)	0,66	0,76	0,23	0,17	0,14	0,14	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08
ROIC (DOi alt, NDA)	0,68	0,76	0,23	0,17	0,14	0,14	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08
Netto finansielle aktiver (NFA)	-2263												
RIDO(t) = DO(t) - WACC * NDA(t-1)	4750	6552	3104	2259	1609	1567	755	633	626	459	259	-227	-521
WACC	8,62%												
Tilbagediskonteringsfaktor	1,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44	0,40	0,37
DCF tilbagediskonteret	3916,34	4877,13	-8255,64	1785,67	496,53	1549,07	148,08	1153,84	261,69	198,88	-1140,23	-127,26	1125,37
RIIDO tilbagediskonteret	4750,40	6041,22	2630,62	1763,02	1155,92	1036,29	459,63	355,03	322,90	218,15	113,46	-91,32	-193,06

Mio. DKK		Kurs i DKK	Difference
PV FCFF	947,78		
PV RIDO	14004,93		
PV TV FCFF Ultimo 2016	18466,82523		
PV TV RIDO Ultimo 2016	-3167,967814		
NDA	8578		
NFA	-2263		
Enterprise Value (FCFF)	19414,60		
Enterprise Value (RIDO)	19414,60		
Equity Value (FCFF Ultimo 2016)	17151,39	146,52	
Equity Value (RIDO Ultimo 2016)	17151,39	146,52	
Den faktiske kurs pr. 22. marts 2017		755,00	608,48

13.8 Bilag 8: Budgettering og værdiansættelse af best case

Mio. DKK	Regnskabsår R2016	Budgetperiode										Terminalperiode	
		B2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 - herefter
Nettoomsætning udvikling	20281	0,20	0,40	0,34	0,28	0,24	0,20	0,18	0,14	0,12	0,10	0,06	0,06
Overskudsgrad	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Nettoomsætning (OWS * (1+g))	20281	24337	34072	45657	58440	72466	86959	102612	116978	131015	144117	152764	161929
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	5207	7301	10222	13697	17532	21740	26088	30784	35093	39305	43235	45829	48579
Driftsoverskud fra andre poster før SKAT	158	0,10	0,20	0,17	0,14	0,12	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,03	0,03
DO i alt efter SKAT	5365	7301	10222	13697	17532	21740	26088	30784	35093	39305	43235	45829	48579
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	2,36	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Nettodriftaktiver (NDA)	8578	10581	14814	19851	25409	31507	37808	44614	50860	56963	62659	66419	70404
Årlig tilvækst - ΔNDA	1449	2004	4233	5037	5558	6098	6301	6806	6246	6103	5696	3760	3985
FCFF = DO - ΔNDA	3916	5298	5989	8660	11974	15642	19787	23978	28847	33201	37539	42070	44594
ROIC (DOSalg, NDA)	0,66	0,76	0,81	0,79	0,77	0,76	0,75	0,75	0,74	0,73	0,72	0,71	0,71
ROIC (DOIalt, NDA)	0,68	0,76	0,81	0,79	0,77	0,76	0,75	0,75	0,74	0,73	0,72	0,71	0,71
Netto finansielle aktiver (NFA)	-2263												
RIDO(t) = DO(t) - WACC * NDA(t-1)	4750	6562	9310	12420	15821	19550	23372	27525	31248	34921	38325	40428	42854
WACC	8,62%												
Tilbagediskonteringsfaktor	1,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44	0,40	0,37
DCF tilbagediskonteret	3916,34	4877,13	5076,45	6757,99	8602,30	10345,54	12048,35	13442,13	14888,54	15775,90	16421,41	16943,06	16534,49
RIDO tilbagediskonteret	4750,40	6041,22	7890,89	9691,95	11366,17	12930,34	14231,77	15430,41	16127,50	16592,91	16765,47	16282,08	15889,44

Mio. DKK		Kurs i DKK	Difference
PV FCFF	125178,80		
PV RIDO	143350,69		
PV TV FCFF Ultimo 2016	685672,4546		
PV TV RIDO Ultimo 2016	658922,9298		
NDA	8578		
NFA	-2263		
Enterprise Value (FCFF)	810851,25		
Enterprise Value (RIDO)	810851,25		
Equity Value (FCFF Ultimo 2016)	808588,04	6907,65	
Equity Value (RIDO Ultimo 2016)	808588,04	6907,65	
Den faktiske kurs pr. 22. marts 2017		755,00	-6152,65