



FUNDAMENTALANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF PANDORA

Fundamental Analysis and Valuation of Pandora A/S

Copenhagen Business School HD(R)

Forfatter: Nadiya Cox |
Sider: 93 | Anslag: 180.826 |
Vejleder: Kirsaa Mee Schnell Christiansen |
Afleveringsdato: 27. Juli 2018

Abstract

PANDORA is a company which designs, manufactures and markets hand-finished and contemporary jewellery made from high-quality materials at affordable prices. The company employs more than 27.300 people worldwide of whom around 13.200 are located in Thailand where production is carried out.

The purpose of this thesis is a theoretical valuation of the shares of PANDORA for 31st December 2017. The valuation is based on a strategic analysis of the company, as well as an analysis of the historical financial results. The strategic analysis determines PANDORA's non-financial value drivers using such strategy models as PESTEL, Porters Five Forces and Value Chain analysis. Following up with SWOT-matrix that seeks to sum up main issues from the analyses made.

The strategic analysis shows that PANDORA's revenue still is very dependent on one product category – charms. The management of PANDORA is aware of this risk and intend to develop other product categories in the future. Furthermore, with almost all production concentrated in Thailand, this makes the company vulnerable to the economic and political situation in the country.

The study of financial drivers shows solid return on equity and more effective ratios for asset turnover.

Based on financial and non-financial analysis, a budgeting has been completed. The budgeting covers a five-year period followed by a terminal period. The valuation is based on the Discounted Cash Flow model. The choice of this model is explained in its practical attractiveness by many investors. With a discount rate, WACC, at 4,88 pct. and growth in a terminal period at 2 pct. should PANDORA's share costs 2.424 kr. The market price for this share on 31.12.17 was 675,50 kr., which means that the share is heavily underestimated. However, the valuation is associated with significant risks of uncertainty, because it depends largely on the determining of WACC, changes in budgeting variables etc.

Indhold

Abstract	1
Indledning	3
Problembaggrund	4
Problemstilling	6
Problemejer	7
Problemformulering	7
Afhandlingens målgruppe	8
Opgavens struktur	8
Metodevalg	9
Fundamental analyse	10
Budgettering	12
Værdiansættelse	13
Afgrænsning	14
Dataindsamling og Kildekritik	15
Præsentation af PANDORA	15
Historie	15
Forventninger og Strategi	18
Forventninger	18
Strategi	18
Mission, vision og CSR	19
Produkter og Markeder	20
Produkter:	20
Markeder:	22
Ledelse- og aktionærforhold	22
Aktionærforhold	24
Delkonklusion	25
Strategisk Analyse af PANDORA	25
Samfundsanalyse – PESTEL	25
Politiske og Lovgivningsmæssige Faktorer	25
Økonomiske faktorer	28
Sociokulturelle faktorer	34
Teknologiske faktorer	35
Miljømæssige faktorer	36
Delkonklusion: PESTEL	36
Porters Five Forces - Brancheanalyse	37
Truslen fra nye indtrængere på markedet (lav/moderat)	38
Kundernes forhandlingsstyrke (lav)	38
Leverandørernes forhandlingsstyrke (moderat)	39
Truslen fra substituerende produkter (høj)	39
Konkurrenceintensitet (høj)	40
Delkonklusion Porters Five Forces	41
Værdikædeanalyse	42
Primære aktiviteter	43
Støtteaktiviteter	45
Delkonklusion: Værdikæde	46
Resurser og Kompetencer. VRIO Framework	46

Delkonklusion: SWOT	48
Regnskabsanalyse	49
Regnskabskvalitet	49
Reformulering af balance	50
Reformulering af resultatopgørelse	52
Reformulering af egenkapitalopgørelse	53
Rentabilitetsanalyse – DuPont Model	53
Vækstanalyse	62
Delkonklusion: Regnskabsanalyse.....	65
Budgettering	67
Budgetforudsætninger	67
Budgettering af nettoomsætningen	67
Budgettering AOH og beregning af NDA	69
Budgettering af EBIT-margin og beregning af EBIT	69
Budgettering af den effektive skatteprocent og beregning af DO	70
Budgettering FGEAR og beregning af NFF	70
Budgettering af lånerenten og beregning af NFO	70
Beregning af det frie cash flow (FCF).....	70
Værdiansættelse	71
Valg af værdiansættelsesmodel	71
Fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger (WACC)	72
Fastlæggelse af værdi.....	76
Følsomhedsanalyse	77
Konklusion	78
Perspektivering	79
Litteraturliste	80
Figuroversigt	81
Bilag	82
Bilag 1. Reformuleret balance	82
Bilag 2. Reformuleret resultatopgørelse	84
Bilag 3. Reformuleret Egenkapitalopgørelse	85
Bilag 4. Trendanalyse	86
Bilag 5: Budgetteret nettoomsætning.....	88
Bilag 6: Budgetterede øvrige poster.....	90
Bilag 7: Proforma-regnskab	91
Bilag 8: Værdiansættelse og Følsomhedsanalyse	92

Indledning

I skrivende stund hvor højtudviklede lande med deres altid volatile fondsmarkeder, skal man som analytiker hele tiden være klar til at forstå markedets tendenser og finde frem til de værdipapirer, som er mest interessante og rentable. Hver fondshandler beslutter selv strategien på aktiemarkedet og bruger sine egne metoder til at analysere værdipapirer. En af metoderne er fundamentalanalyse, som denne afhandling bygges på, og der foretages værdiansættelse af smykkegiganten Pandora A/S, som fremover i opgaven betegnes PANDORA.

PANDORA blev børsnoteret på den københavnske fondsbørs i år 2010 (kurs 210 kr.), hvor den fik hjælp af SEB Enskilda og Carnegie som ledende banker. Børsnoteringen blev kåret som den bedste i 2010 i Europa, Mellemøsten og Afrika.¹ Siden børsnoteringen har PANDORA oplevet en kraftig markedsudvikling og vækst. Selskabet har fået meget omtale og opmærksomhed - såvel positiv som negativ. I dag er PANDORA et verdenskendt brand med tilstedeværelse på næsten alle kontinenter. Selskabets historie og præstationer ligger til grund for min interesse for en dybdegående undersøgelse af PANDORA, og om successen kan holde i fremtiden.

Problembaggrund

Start 2018. Finansielle aviser buldrer frem med artikler om PANDORAs manglende opfyldelse af sine mål. Selskabets omsætning i år 2017 lander på 200 mio. kr. under det lovede niveau for investorer på 23-24 mia. kr., hvilket sænker kursen med 10,7 pct. til 595 kr.

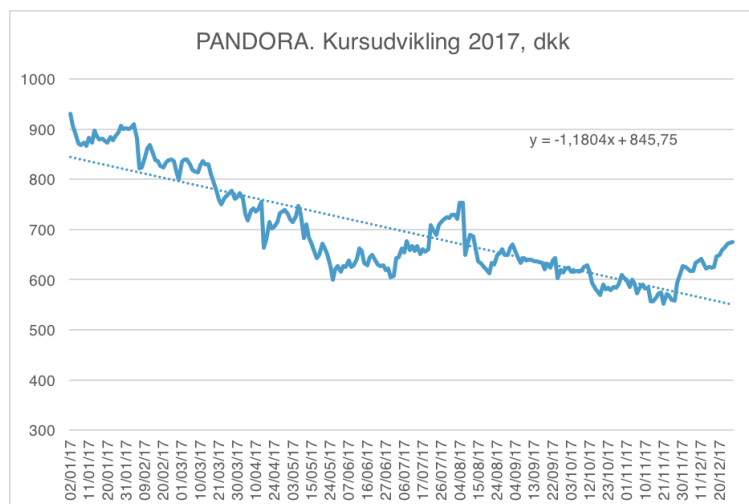
Smykkeselskabet har været under voldsomt pres i år 2017. En af de væsentligste grunde til kursfald er manglende gennemsigtighed fra ledelsen og kommunikation med investorerne.²

Problemet har tydeligt afspejlet sig i PANDORAs aktiekurser. I løbet af et år faldt kursen med knap 30 pct.

¹ <https://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/article1009319.ece>

² Børsen, "Pandora-chef rammer bund i tillidskrise", 11.januar 2018

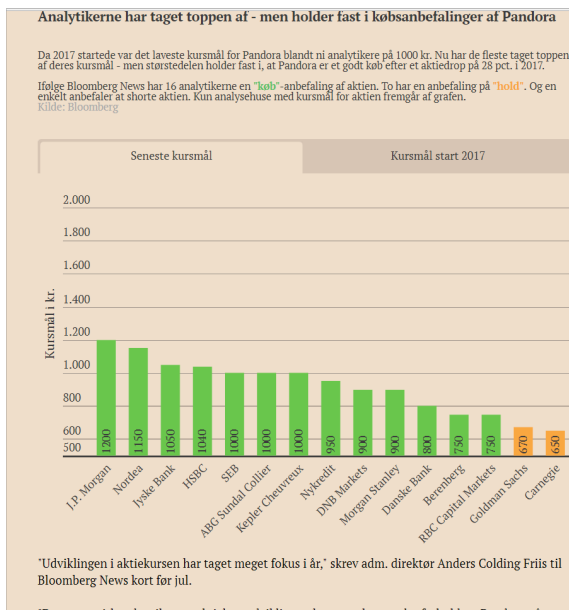
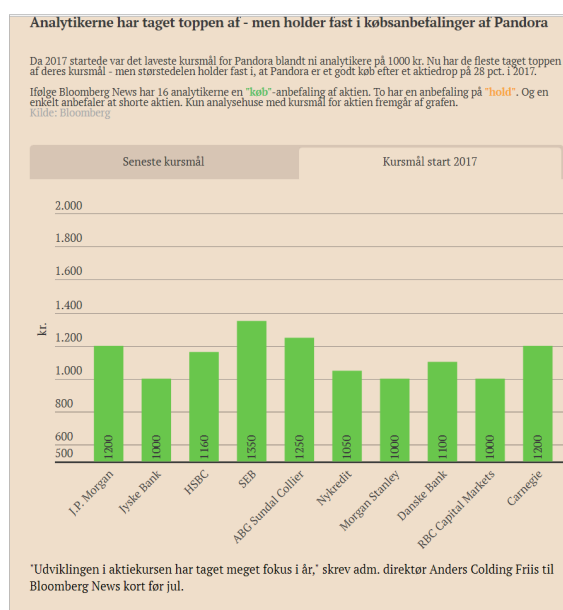
Diagram 1. Kursudvikling for PANDORA 2017



Kilde: nordnet.dk, egen tilvirkning

Diagram 1 viser Pandoras kursudvikling i 2017. Pr. 2. januar 2017 kunne investorerne købe/sælge selskabets aktie for omkring 930 kr., mens den 29. december var kursen på 675,50 kr., hvilket svarer til et fald på 27 pct. Herved kan investorernes tro på det fremadrettede mål ikke forblive positiv, medmindre der kommer væsentlige tiltag fra ledelsens side. I takt med investorernes skuffelse og nervøsitet har flere analytikere sænket deres kursmål for PANDORAs aktie. Carnegie Investeringsbank har endda halveret kursmålet fra 1.200 kr. i starten af år 2017 til 650 kr. i slutningen af året.

Billede 1. Analytikernes kursmål



Kilde: Børsen, "Vildt aktieår for PANDORA: Sådan har analytikernes kursmål udviklet sig", 26. december 2017

Billede 1 viser udviklingen af anbefalingerne, hvor SEB startede med det højeste kursmål på 1.350 kr. men har reduceret det til 1.000 kr. i december. Derimod holder JP Morgan fast i samme kursmål på 1.200 kr., mens Jysk Bank opjusterer til 1.050 kr. fra 1.000 kr. Trods ovennævnte udfordringer i smykke-selskabet er der alligevel 16 analytikere, der anbefaler køb af aktien, mens Evercore ISI som den eneste foreslår shorting.

PANDORAs adm. direktør A. C. Friis udtaler:³

"Desværre virker det til, at aktiekursudviklingen har overskygget det forhold, at PANDORA på forretningsniveau har haft en stærk udvikling", hvilket tyder på, at de nedadgående aktiekurser kunne være grundet i udefrakommende trusler som fx shorting og ikke i selskabets strukturelle problemer. Nordeas analytikere er enige i, at PANDORA er et godt køb og ser et stort potentiale i PANDORAs handelsopdatering, hvor prisen på smykker bliver lavere."

Af det ovennævnte kan man udlede, at der er to grupper investorer på markedet: dem der stoler på PANDORA, og dem som savner tilliden. Til kapitalmarkedsdagen præsenterede A. C. Friis nye mål for de kommende 5 år, hvor han forventer en vækst på 7-10 pct.⁴

Hvis det lykkes PANDORA at genvinde troen ved at realisere højere vækst i fremtiden, er PANDORA en billig aktie i dag, og dermed en god investering. Dilemmaet ligger dog i, om PANDORA aktien kan siges at være undervurderet eller overvurderet. Dette fører os til nedenstående problemformulering.

Problemstilling

På virksomhedsniveau ser udviklingstrenden for PANDORA lysere ud. Omsætningen stiger med 15 pct. i lokalvaluta til 22,8 mia. i år 2017. På grund af valutakursudsving kan PANDORA ikke nå sit mål på 23-24 mia., og EBITDA marginen falder med 4,6 pct. fra 39,1 pct. i 2016 til 37,3 pct. i år 2017, hvilket har negativ indflydelse på aktiekursen, jf. problembaggrunden.

Trods dette lykkes det alle regioner at bidrage til stigningen i salget, og den organiske vækst udgør 11 pct. i lokal valuta. Den højeste vækst på 28 pct. finder sted i Asien og Stillehavsområdet, som efterfølges af EMEA (15 pct.) og Nord-og Sydamerika (6 pct.).

Salget af alle produktkategorier har været stigende i forhold til år 2016, hvor salget af "charms" udgør den største del af omsætningen. Syv nye smykkekollektioner blev lanceret i år 2017. Derudover har PANDORA åbnet nye produktionsanlæg i Thailand, optimeret produktionen i Bangkok og har til sigte at kapitaludvide,

³ Børsen, "Vildt aktieår for Pandora: Sådan har analytikernes kursmål udviklet sig", 26. december 2017

⁴ Børsen, "Pandora vil vokse 7-10 pct. Årligt i 2018-2022", 11. januar 2018

hvilket vil fordoble produktionskapaciteten samtidig med, at produktionstiden vil blive halveret frem til år 2019. Nyt regionalt kontor i Panama blev åbnet for at kunne styre aktiviteterne i Latinamerika. I Kina blev der åbnet 58 nye konceptbutikker, og der er også en butik i Indien.⁵

Alt andet lige bør PANDORAs ekspansion føre til en stigende aktiekurs i kraft af, at omsætningen vil stige fra nye markeder og nye produkter. På trods af disse resultater og tiltag, sender aktionærerne aktien ned alligevel. Den modstridende situation giver dog en god grund til at undersøge om PANDORAs aktiekurs afspejler dens reelle værdi.

Problemejer

Anders Colding Friis, der er PANDORAs administrerende direktør, vil være den initiale problemejer. Som administrerende direktør er han ansvarlig for selskabets drift, opfyldelse af strategien og opnåelse af selskabets mål og opgaver. Det er også den administrerende direktørs opgave at stå til ansvar for aktionærerne og selskabets bestyrelse. Sekundær problemejer er Peter Vekslund, som er selskabets økonomidirektør. Stillingen indebærer, at han er ansvarlig for firmaets finansielle strategi, som udarbejdes på baggrund af omverdensanalysen, prognoser og markedsudviklingen. Til sidst kan der nævnes andre ledere i forskellige styringsområder, som ligeledes bærer ansvaret for selskabets performance.

Problemformulering

På baggrund af overstående problembaggrund og problemstilling, har denne opgave til formål at danne et grundlag for beslutningen, om PANDORAs aktier kan anses som en attraktiv investering. Til hjælp for at besvare dette, vil der anvendes fundamentalanalyse af selskabet. Problemformuleringen formuleres til følgende:

Hvad kan Pandoras teoretiske markedsværdi fastsættes til pr. 31.12.17?

For at udføre en kvalificeret fundamentalanalyse og opretholde overblikket over opgaven, vil der hermed besvares følgende uddybende spørgsmål med dertil hørende modeller:

Undersøgelsesspørgsmål 1:

Strategisk analyse: Hvilke ikke-finansielle drivere har indflydelse på PANDORAs markedsværdi?

- PESTEL-samfundsanalyse
- Porters 5 forces - brancheanalyse
- Værdikæde-virksomhedsanalyse
- VRIO-Framework

⁵ Årsregnskab PANDORA 2017, s. 7

- Resultater af disse analyser bliver systematiseret i en SWOT-matrix for at danne et overblik over, hvor godt forretningsmiljøet er for udviklingen af PANDORAs markedsværdi.

Undersøgelsesspørgsmål 2:

Regnskabsanalyse: Hvordan skaber PANDORA mere værdi for investorerne i perioden 2013-2017?

- Analyse af regnskabskvalitet
- Analyse af rentabilitet og vækst

Undersøgelsesspørgsmål 3:

Budgettering:

- Hvordan påvirker den strategiske analyse PANDORAs fremtidige udvikling i nøgletallene?
- Hvilke faktorer vejer mest i vurderingen af PANDORAs resultater i fremtiden?

Undersøgelsesspørgsmål 4:

Værdiansættelse:

- Til hvilken værdi skal PANDORAs aktie handles ud fra den valgte værdiansættelsesmodel?

Afhandlingens målgruppe

Afgangsprojektets resultater kan have en praktisk betydning for analytikere og investorer, der interesserer sig for PANDORA eller overvejer at medtage PANDORAs aktier i sin portefølje. Resultaterne kan også anvendes til benchmarking, hvor man kan bygge videre på dette projekts konklusioner og sammenligne dem med konkurrerende selskaber.

Opgavens struktur

I overensstemmelsen med top-down approach, dvs. den traditionelle fundamentalanalyses metoder, består opgaven overordnet set af to dele: kvalitativ og kvantitativ. Den første del er af kvalitativ karakter, hvor man ved hjælp af overblik over selskabets historie og strategisk analyse, afklarar de grundlæggende ikke-finansielle værdidrivere i PANDORA.

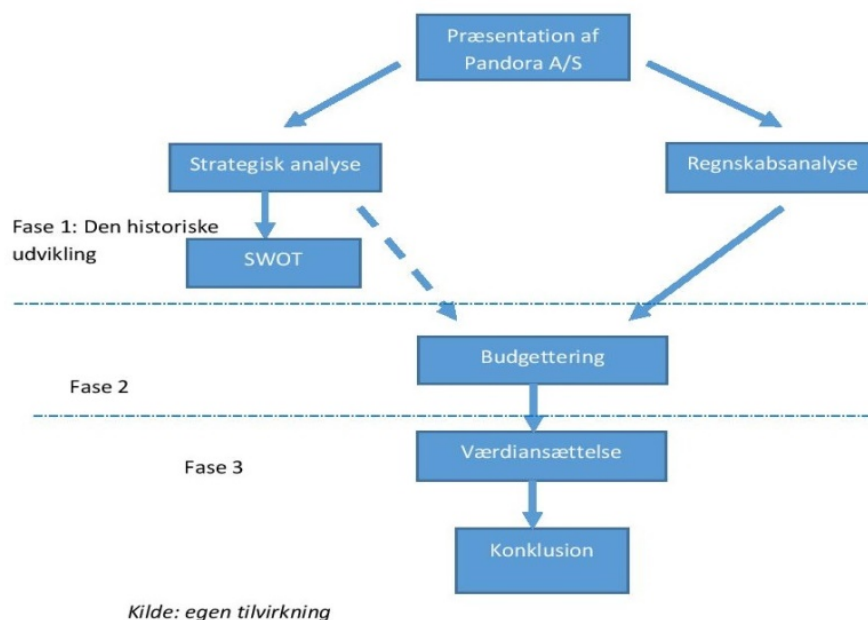
Den anden del er af kvantitativ karakter, hvor man på baggrund af den kvalitative del og talmæssige resultater fra tidligere år når frem til en aktieværdi, som PANDORA teoretisk set skal have pr. 31.12.17.

Set fra den tidsmæssige vinkel indebærer værdiansættelsesprocessen normalt tre faser: analyse af historiske udvikling, budgettering og selve værdiansættelsen.⁶

⁶ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang.2012.", s. 20

Den historiske fase skal bidrage til en prognose af selskabets værdiskabende evne i fremtiden. Visualisering af projektets struktur kan sammenfattes i følgende figur 1, hvilket må anses for at være i overensstemmelse med CBS's særlige krav.⁷

Figur 1. Projektets struktur



Metodevalg

I det følgende vil der blive gennemgået de modeller, der udgør analysens bestanddele. Valg af modellerne vil blive diskuteret i lyset af deres egnethed til besvarelse af problemformuleringen.

Et estimat over et selskabs investeringsattraktivitet kan udarbejdes fra to metoder. Den første baseres på en undersøgelse af kursudviklingen over tid, markedsforhold og følgelig analyse af markedsværdien af investeringen. Den anden metode indebærer en undersøgelse af selskabets finansielle og økonomiske position, analyse af branchen som aktivet hører til, analyse af makroøkonomiske nøgletal mv. På baggrund af disse parametre finder man frem til aktivets "reelle" værdi.

Denne afhandling udarbejdes ud fra den anden metode, som er i dag kendt som fundamentalanalyse.

Teknisk analyse fravælges, idet den i kraft af sin spekulative karakter ikke vil kunne besvare problemformuleringen.

⁷ Dokument "Vejledning 2018" pdf, s.14

Fundamental analyse

Grundstenene i fundamentalanalysen blev lagt af Benjamin Graham og David Dood i en bog "Security Analysis" i 1934. I det følgende brugte Benjamin Graham fundamentalanalyse og blev en dygtig investor. Den mest kendte bruger af denne analyse i dag er Warren Buffett, som anses som en af verdens mest kompetente aktieinvestorer.⁸

Analysen er kun anvendelig i en markedsøkonomi, dvs. i et samfundsøkonomisk system hvor pris på enkelte varer, serviceydelser og værdipapirer bestemmes af udbud og efterspørgsel. Som sagt rummer fundamental analyse et bredt spektrum af redskaber. Den klassiske fundamental analyse starter altid med introduktion til selskabet og dets ledelse, derefter laves der strategisk analyse og regnskabsanalyse af den historiske udvikling, som senere efterfølges af budgettering og værdiansættelse.

Fordele ved fundamental analyse:

- Egnet til investeringer på lang sigt fordi den giver mulighed for at forudsige langsigtede økonomiske, demografiske og teknologiske tendenser, som giver investoren mulighed for en begrundet udvælgelse af sine investeringer.
- Giver mulighed for at finde værdifulde og mindre dyre aktier, dvs. de aktier som har et højt indre potentiale og værdi.
- Giver en god forståelse for selskabets aktivitet.

Ulemper ved fundamental analyse:

- Pålidelighed af selskabets kvalitative data kan falde, da analytikeren får sin viden fra sekundære kilder, som kan være påvirket af andre interesserede parter.
- Metoden er meget tidskrævende, da analysen skal tilpasses hver enkel selskabsstruktur og aktivitet.
- Subjektiv faktor: Manglende præcision som resultat af børshandleres personlige mening, vision og reaktion. Derfor er det svært at forudsige, hvordan en bestemt handling vil påvirke aktiens værdi.⁹

Virksomhedspræsentation:

Ud over de strategiske og økonomiske faktorer som en fundamentalanalyse skal tage højde for, er det ligeledes af betydning at vurdere historien bag selskabet, dets vision, samfundsansvar, ledelsens effektivitet og overholdelse af aktionærrettigheder.

⁸ <https://www.thebalance.com/fundamental-analysis-understanding-price-to-book-ratio-3140794>

⁹ Stephen H. Penman "Financial Statement Analysis and Security Valuation", 2007, s. 84-93s

I denne del af projektet præsenteres PANDORA, og der afklares psykologiske faktorer, der kan have indflydelse på selskabets aktieværdi. Dette er en vigtig del af analysen for PANDORA, da dens aktier er meget følsomme over for ledelsens meddelelser og eksperternes meninger, jf. Problembaggrund.

Strategisk analyse

Den anden vigtige del i fundamentalanalysen er en analyse af PANDORAs omverden og strategi, som dermed muliggør vurdering af de omgivelser, selskabet skal operere i.

De eksterne faktorer bliver analyseret ved hjælp af PESTEL-modellen, som vurderer de makroøkonomiske faktorer, og der vil derefter udarbejdes en brancheanalyse med udgangspunkt i Porters Five Forces modellen. Faktorerne er trusler eller muligheder, som PANDORA skal kunne forhindre eller udnytte. Analyse af værdikæden vil opklare PANDORAs stærke og svage sider og dermed finde frem til de interne faktorer. Resultaterne af analysen vil blive struktureret i en SWOT-matrice.

PESTEL står for politiske, økonomiske, sociologiske, teknologiske, lovgivnings - og miljømæssige forhold, og er en model, der systematiserer de eksogene variabler, der har indflydelse på forretningsklimaet i et land. Ulempen ved denne model er, at den er baseret på fortid og er en stabil model, dvs. i et dynamisk miljø kan resultaterne af analysen blive mere usikre som en forudsigelse for fremtidens udvikling.

Porters Five Forces er en anden ekstern analysemodel, der hjælper med at analysere konkurrenceintensiteten i industrien. For PANDORA vil der her blive gennemgået truslen fra potentielle indtrængere på markedet, truslen fra substituerende produkter, leverandørernes og kundernes forhandlingsstyrke. Dette har klart en væsentlig betydning på aktiekursen, da en høj intern rivalisering presser priser og dermed fortjenesten i selskabet. Ulempen ved anvendelsen er igen det statiske udgangspunkt. Modellen analyserer nemlig de allerede eksisterende markedsforhold uden hensyn til deres løbende ændringer.

Værdikædeanalyse (Porter, 1985) vil blive brugt til at opklare PANDORAs værdiskabelse, og dermed findes der frem til selskabets kernekompetencer. Det er således en intern analyse af selskabet, hvor dets stærke og svage sider bliver opdaget. Modellen viser en helhedsorienteret tilgang til omkostningernes opståen og fordeling, som hjælper med at bedømme alle udgifter fra råvarer til færdigvarer eller den service som kunderne modtager. Fordelen ved denne analyse er en afdækning af de generiske aktiviteter, der tilsammen skaber værdi for kunden via resurser og kompetencer, og dermed giver PANDORA en vedvarende konkurrencemæssige fordel, hvilket har en direkte indflydelse på selskabets fremtidige indtjening. Vurdering af PANDORAs resurser og kompetencer vil gennemføres ved hjælp af VRIO-værktøjet.

Efter man får afdækket de eksterne og interne variabler, der kan have indflydelse på PANDORA kan disse med fordel systematiseres i en SWOT-analyse.

SWOT-analyse indebærer, at en organisations resurser (dets styrker og svagheder) skal matche kravene og pres fra omverdenen (dets muligheder og trusler) så effektivt som muligt, og ved eventuelle ændringer bør disse stadig matche hinanden, således at der altid kan opnås strategisk fit mellem markeder og selskabets produkter. Ulempen ved denne analyse er dens høje krav til information om selskabet, samt at den er statisk og begrænser dermed analytikernes muligheder for at se udviklingen i et dynamisk miljø.

Regnskabsanalyse

I fortsættelse af "Fase 1: den historiske udvikling" vil der foretages en analyse af PANDORAs regnskaber og nøgletal (2013-2017) med udgangspunkt i DuPont-modellen. Som sagt baseres denne del af projektet på historiske data (ex post), korrektion for regnskabsmæssig støj og reformulering af balance og resultatopgørelse for at kunne sikre en ensartet analysetilgang til værdiansættelsen.

DuPont formelen er en modificeret faktoranalyse, der hjælper at afdække de variabler, som er skyldige i rentabilitetens (ROE) ændring. Fordelen ved denne metode er et hurtigt overblik over de faktorer, der har den største indflydelse på nøglefaktoren ROE, som anvendes ved vurderingen af selskabets værdi samt ved vurdering af firmaets attraktivitet for aktionærerne. Ulempen ved modellen peger mod den datakvalitative retning, hvor årsregnskaber ikke kan anses for at være troværdige nok som en informationskilde til selskabets aktivitet.¹⁰

Budgettering

Budgettering er et bindeled mellem fundamentalanalysen og værdiansættelsen. For at kunne skønne over fremtidens værdiskabelse er det nødvendigt at budgettere over drifts- og finansieringsaktiviteter, hvilket sker ud fra ikke-finansielle drivere, som blev identificeret i den strategiske analyse. Her vil der blive udarbejdet en proforma-opgørelse for PANDORA i stedet for at budgettere hver enkelt post i regnskabet. Proforma-regnskabet er en sammenfattet budgettering af overskud, balanceposter og pengestrømme. Fordelen ved proforma-regnskabet er, at den er fokuseret på de mest væsentlige faktorer, som hurtigt kan inddrages i forudsigelser om fremtidig vækst. Ulempen er at den afhænger i høj grad af analytikerens kundskaber, da fx en prognose om høj salgsrate skal kunne holde til de resurser og kapital, som selskabet kan komme i besiddelse af, m.a.o. skal budgettet være realistisk.

¹⁰ O.Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang", 2012, s. 211

Ved valg af budgetteringsperiode skal der tages hensyn til følgende forhold¹¹:

- Det skal være meningsfuldt at foretage forudsigelser i de grundlæggende variabler. Det er klart, at der på kortere sigt er mere sikkerhed i variablernes udvikling, end det er på lang sigt, hvor variablerne går mod sin steady state - dvs. alt overnormal salgsvækst skal forsvinde.¹²
- Selskabets konkurrencefordel skal kunne opretholdes over den valgte budgetperiode og sammenholdes med salgsvæksten i branchen og økonomien. Endvidere skal der være plads til en evt. forsinket effekt af de afholdte udgifter på omsætningsvæksten. Dette skal overvejes inden overskudsgraden skal budgetteres.
- Aktivernes omsætningshastighed skal kunne sammenholdes med overvejelserne omkring selskabets muligheder for den tid, hvor evt. stordriftsfordele kan finde sted.

Disse forudsætninger er kritiske for størrelsen af terminalværdien, som udtrykker værdien af pengestrømme efter budgetperioden. Normalt sætter man væksten i terminalværdien til den gennemsnitlige vækst i økonomien, således at selskabet opretholder sin størrelse i forhold til den samlede økonomi.

Værdiansættelse

En virksomhed kan værdiansættes ud fra to overordnede metoder der ligger til grund for relative og absolutte modeller.

De relative modeller (prismultiple) indebærer en sammenlignelig tilgang mht. andre selskaber/aktiver inden for samme branche uden brug af budgettering. Fx tages beslutninger ud fra Price/Earnings, Price/Sales værdier, hvilket gør begrænset brug af information. Fordelen ved multiple modeller begrundes i, at de er nemme og hurtige i brug. Ulempen er modellens høje krav til validitet, pga. afhængighed af markedspriser og øvrige virksomheders værdiansættelser i markedet.¹³

De absolutte modeller kan være direkte og indirekte. Direkte modeller værdiansætter egenkapitalen, mens indirekte værdiansætter selskabets samlede værdi (EV). Der kan vælges om værdiansættelsen skal tage udgangspunkt i cash flow eller residualindkomsten.¹⁴

¹¹ O.Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang", 2012, s. 251-253

¹² Steady state betegner den ligevægtstilstand, hvor alle poster i proforma-opgørelser vokser med en konstant langsigtet vækstrate.

¹³ O.Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang", 2012, s. 29,

¹⁴ O.Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang", 2012, s. 32-35

Absolutte modeller værdiansætter selskabet ud fra en række informationer, hvilket alt andet lige øger resultatets korrekthed. Den absolutte værdiansættelse udarbejdes på baggrund af proforma-årsregnskabet, som bliver lavet i fase 2 - budgettering. Dette indebærer at oplysninger fra foretagne analyser af ikke-finansielle og finansielle drivere indgår i bedømmelsen.

Med baggrund i det ovenstående vil der ved værdiansættelsen af PANDORA anvendes metode ud fra de absolutte modeller, hvor den indirekte cash flow model DCF bliver benyttet. Valget af den vil blive diskuteret i den pågældende del af afhandlingen.

Efterfølgende bliver der foretaget følsomhedsanalyse for at se PANDORAs interval, som aktien bør handles i. Afslutningsvis vil der komme en konklusion på problemformuleringen.

Afgrænsning

Dataindsamling afsluttes den 6. februar 2018 på dagen hvor PANDORA udkommer med sin årsrapport for 2017. Der vil blive foretaget fundamentalanalyse af selskabet hovedsagligt ud fra den seneste årsrapport 2017, men med tillæg og opdateringer af nyere artikler. Projektet afgrænses af de relevante modeller, som har været omtalt i metodeafsnittet. Såfremt opgavens omfang kunne være større, kunne man inddrage flere modeller til analyse af PANDORA.

Den strategiske del af opgaven afgrænses til analysen af de mest indflydelsesrige faktorer, der vil kunne påvirke de finansielle værdidrivere og selskabets evne til at skabe værdi. Grunden til denne indskrænkning af oplysninger er den begrænsede omfang af afgangsprojektet.

Regnskabsanalysen afgrænses af perioden år 2013-2017, dvs. man undersøger PANDORAs årsrapporter for de seneste fem år. Herunder bliver der ikke reformuleret for pengestrømopgørelsen, fordi det vil være overflødigt for den valgte værdiansættelsesmodel, hvor det frie cash flow kan beregnes via aktiv/passiv siden.¹⁵

Budgettering afgrænses af terminalperioden, og der ses bort fra valutakurseffekterne på sigt. På grund af manglende plads bliver der ikke foretaget scenarieanalyser, som ellers ville kunne belyst udviklingen i aktiekursen ved ændringer i nogle af de vigtigste forudsætninger ved budgetteringen. Ved værdiansættelsen afgrænses der fra udbytteeffekter fra PANDORA, som har fundet sted under den analyserede periode. Hvad teoretiske begrænsninger af den valgte værdiansættelsesmodel angår, henvises der til metode afsnittet. Værdiansættelsen sker på baggrund af én model, da andre modeller ville give det samme resultat ved korrekt anvendelse af forudsætningerne.

¹⁵ O.Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang", 2012, s. 38

Dataindsamling og Kildekritik

Projektet baseres på kvalitative og kvantitative data af sekundær karakter, dvs. der er tale om offentlige tilgængelige informationer. Der bliver inddraget tidligere årsrapporter, avisartikler og oplysninger fra selskabets hjemmeside. Hvad mediernes nyheder angår, er der usikkerhed omkring troværdigheden, da journalisterne kan fortolke informationer med iblanding af egne holdninger. Derudover kan selskabets ledelse selv have en intention om at påvirke nyheder i en positiv retning.

Validiteten af PANDORAs årsrapporter vurderes til at være på højt niveau i kraft af revisorens pligt til skabe sikkerhed og gennemskelighed for de interesserede parter, hvor årsrapporterne er revideret uden forbehold og supplerende oplysninger. De seneste fem årsrapporter er revideret i overensstemmelse med internationale standarder (IFRS) og yderligere krav fra årsregnskabsloven af revisorpartnerskabet Ernst & Young. Hermed skal der dog tilføjes, at revisorpåtegning 2017 ikke indeholder de forhold, hvis negative konsekvenser vejer tungere end de positive. Således er det op til revisorens egen vurdering om forholdet skal offentliggøres.¹⁶

Præsentation af PANDORA

PANDORA designer, producerer og sælger håndlavede høj kvalitets smykker til overkommelige priser. PANDORAs smykker sælges i over 100 lande på seks kontinenter og i mere end 7.800 butikker. Heraf er 2.446 konceptbutikker, som enten kan være PANDORA-ejede eller franchisebutikker. PANDORA har dermed tusindvis af forhandlere, hvor dens smykker kan købes gennem konceptbutikker, eSTOREs, online-partnere og andre salgskanaler.

I år 2017 beskæftigede selskabet 27.350 medarbejdere og producerede mere end 117 mio. smykker. PANDORA imponerer omverdenen med en kendskabsgrad på 83 pct. og et fortsat udvidende sortiment af sine smykker.¹⁷

Historie

- *Fra en lokal dansk juvelerbutik til et førende verdenskendt smykkebrand.*

Brandets historie startede med en drøm. I år 1982 åbnede et ægtepar en lille smykkeforretning i København. Per og Winnie Enevoldsen solgte håndforarbejdede høj kvalitetssmykker, som hurtigt faldt i danskernes smag og blev meget populære især i Skandinavien.

¹⁶ Årsrapport 2017, PANDORA, s. 116

¹⁷ Årsrapport 2017, Pandora, s. 4, s.20

I år 1987 efter en succesfuld periode med engroshandel ekspanderede virksomheden og ansatte egen designer, som skulle koncentrere sig om at skabe egne unikke smykker. I år 1989 besluttede virksomheden at starte produktion i Thailand.

I år 1999 blev PANDORA verdensberømt, da konceptet på modul-armbåndet blev udviklet. PANDORA Charm blev selskabets visitkort, som forbrugerne tog godt imod. Drevet af stigende efterspørgsel ekspanderede PANDORA internationalt. Med René Sindlev i front blev PANDORA introduceret på markedet i USA, hvor det lykkedes ham at overtale Per Enevoldsen at producere smykker i guld. For at understrege at PANDORA ikke var noget billigt bijouteri, begyndte datterselskabet i USA at markedsføre sig som PANDORA Jewellery. Fra år 2003 til år 2006 voksede antallet af PANDORA forhandlere i USA fra 0 til 750 steder, selv om der var problemer med lange kreditter i starten. Det lykkedes dog R. Sindlev at sikre likviditet hurtigt ved hjælp af "MasterCard modellen", dvs. en kredit på 30 til 60 dage på trods af, at de amerikanske guldsmedsbutikker ønskede en tre måneders kreditvarighed.¹⁸

I 2004 kom PANDORA til Australien. Her tog den danske Karin Adcock fat i succesen, hvor hun forhandlede sig til eneretten til at sælge PANDORAs smykker over hele Australien, New Zealand og Fijiøerne. Hun gjorde Australien til det marked, hvor PANDORA solgte smykker for flest penge pr. indbygger.¹⁹

De kommende år forøgede PANDORA sin tilstedeværelse på verdensplan og udvidede sin produktion i Thailand, hvor i år 2005 blev der åbnet en ny fabrik. I år 2008 introduceredes en anden fabrik i Thailand og i år 2010 blev hele to nye fabrikker etableret. Hermed beviste man den unikke struktur af stordriftsproduktion.²⁰

I år 2008 købte investeringsfond Axcel 60 pct. af aktierne til 1,8 mia. kr. i den familieejede virksomhed. Finansiering af købet skete ved optagelse af lån i Nordea, optaget gæld i selve PANDORAs selskab og investeringsfonden Axcel III, hvor bl.a. Lars Larsen, Kjeld Kirk Kristiansen med flere har skudt penge i.²¹ Grunden til købet var en sikring af langsigtet generationsskifte og international styrkelse og udbygning, skriver Axcel i en pressemeddelelse.²² Hermed stoppede Per Enevoldsen at være den administrerende direktør for sit livsværk og blev i stedet direktør for Pandora Production Co Ltd. To måneder efter Axcel's overtagelse af PANDORA offentliggjorde kapitalfonden en ny administrerende direktør Mikkel Vendelin Olsen. Med M.V.Olsen havde PANDORA sikret sig en bestemmende indflydelse i samtlige

¹⁸ Ole Hall, "PANDORA. Danmarks vildeste vækst eventyr", 2014, s. 47

¹⁹ Ole Hall, "PANDORA. Danmarks vildeste vækst eventyr", 2014, s. 67-72

²⁰ <http://www.pandora.net/en-gb/company/about/the-story>

²¹ Ole Hall, "PANDORA. Danmarks vildeste vækst eventyr", 2014, s. 95

²² <http://www.axcel.dk/presse/presse/axcel-investerer-i-smykkevirksomheden-pandora/>

distributionsselskaber, hvor den kontrollerede 90 pct. af omsætningen. Dette gjorde PANDORA klar til børsnoteringen.

I år 2011 blev PANDORA den tredjestørste smykkeproducent målt på salg efter Cartier og Tiffany & Co.²³ Samme år blev PANDORA politianmeldt og stævnet for at have informeret aktiemarkedet om dårlige salgstal for sent. Dette har medført at en gruppe private investorer mente, at de på grund af misinformation har givet tre gange for meget for aktien, da kursen var kunstig høj.²⁴ Aktien styrteddykkede 65 pct., og det handlede bl.a. om ledelsens kommunikation til markedet, hvor den daværende topchef Mikkel Vendelin Olesen begik nogle fejl. For det første blev han ved med at opjustere på trods af skuffende salgstal uden at bringe korrigerende oplysninger til markedet; og for det andet annoncerede han generelle prisstigninger på en måde, der gjorde det muligt for forhandlerne at købe til gamle priser, hvis de gjorde det hurtigt. Således blev salgstallene pumpet kunstigt op for en kort periode.²⁵

År 2012 introduceredes aktietilbagekøbsprogram, der skulle sikre at den overskydende kapital blev distribueret til aktionærene. Programmet implementeredes fra år 2013.²⁶ Derudover blev der i år 2012 introduceret en ny lanceringsstrategi, og det blev besluttet at udkomme med nye kollektioner syv gange om året.²⁷ Inden da var der kun lanceringer to gange om året. År 2013 medførte ændring i aktionærkredsen, hvor Axcel fik en bestemmende indflydelse gennem 17,6 pct. af den samlede aktiekapital i PANDORA.²⁸

Ny strategisk alliance med The Walt Disney Company startede i år 2014, hvor nye originale smykkekollektioner blev skabt. Samme år fejrede PANDORA åbning af butik nr. 1000 i Paris som led i en proaktiv strategi med geografisk ekspansion via franchisetagere.²⁹

I år 2015 lancerede PANDORA sin første e-handelsplatform i USA, og herefter åbnedes e-stores i Danmark, Australien, Sverige og Hongkong. Samme år blev en ny aftale med SKAT indgået, efter hvilken PANDORA skulle allokere en højere andel af koncernens resultat til Danmark.³⁰ Samme år tiltrådte den nuværende administrerende direktør Anders Colding Friis.³¹

²³ <http://www.nytimes.com/2011/12/07/fashion/07iht-ACAJ-PANDORA07.html>

²⁴ Ole Hall, "PANDORA. Danmarks vildeste vækst eventyr", 2014, s. 195-198

²⁵ Ole Hall, "PANDORA. Danmarks vildeste vækst eventyr", 2014, s. 181-184

²⁶ Selskabsmeddelelse, PANDORA, 26.februar 2013, s. 2

²⁷ Årsrapport, PANDORA, 2014, s. 12

²⁸ Årsrapport, PANDORA, 2013, s. 6

²⁹ http://www.detailfolk.dk/detailnyheder/pandora_aabner_konceptbutik_nummer_1000.html

³⁰ Årsrapport, Pandora, 2015, s. 9

³¹ <https://www.business.dk/detailhandel/pandoras-topchef-jeg-slaar-haardt-ned-paa-arrogance>

I år 2016 omorganiserede PANDORA sine regioner og grupperede dem i tre geografiske områder: Nord- og Sydamerika, EMEA samt Asien og Stillehavsområdet. Dette år opnåede PANDORA en omsætning på 20 mia. kr., hvilket svarede til en vækst på 21 pct.³²

I år 2017 blev der etableret et nyt produktionsanlæg i Lamphun. Samme år gik PANDORA ind på det indiske marked, som er verdens næststørste, og åbnede regionalt kontor i Panama, som skal være omdrejningspunktet for markeder i Latinamerika.³³

Forventninger og Strategi

Forventninger

PANDORA planlægger at fortsætte den høje vækstrate i omsætningen på 7-10 pct. i lokal valuta samt at opnå et EBITDA-margin på 35 pct. Forventninger til den nævnte omsætningsvækst sker på baggrund af planer om at udvide butiksnetworket med ca. 200 nye konceptbutikker, lanceringen af nye innovative produkter og opkøb af franchise-konceptbutikker.

Strategi

Strategi betegner et sammenhængende spektrum af langsigtede tiltag, der sikrer selskabets overlevelse og understøtning af konkurrenceevnen under hensyn til selskabets vision.³⁴

PANDORAs strategiske retning mod 2022 omfatter opnåelse af følgende mål, som er i overensstemmelse med forventningerne:

- Omsætning forøgelse 7-10 pct. i lokalvaluta.
- EBITDA³⁵-margin på 35 pct. startende fra 2018.
- Antallet af årlige kollektioner stiger fra 7 til 10 til 2022.

Opnåelse af målene skal ske gennem følgende tiltag:

- *Innovate affordable jewellery*, dvs. styrkelse af førende markedsposition i alle produktkategorier. Her lægges der især vægt på ringe, øreringe, halskæder og vedhæng, som ønskes at udgøre 50 pct. af omsætningen i 2022.
- *Agile manufacturing*: udvikling af nye smykker på nye innovative produktionsanlæg.

³² Årsrapport, Pandora, 2016, s. 8-10

³³ Årsrapport, Pandora, 2017, s. 6, s. 11.

³⁴ J. Thompson, mv., Strategic Management, 2014, s. 17

³⁵ EBITDA (Earnings before interest. Taxes, depreciation and amortisation), et udtryk for et selskabs driftsresultat før afskrivning på driftsaktiver og goodwill nedskrivninger.

- *Digitalized brand experience*: fordoble markedsføring på digitale medier for at styrke personlige oplevelser.
- *Winning omni-channel retail*: åbning af flere PANDORA-ejede konceptbutikker, således at frem til 2022 vil 2/3 dele af selskabets butikker være PANDORA ejede.³⁶

Ledelsens motivation, loyalitet og engagement for strategiens implementering kan sikres ved hjælp af incitamentsafslønning. I PANDORA optjenes retten til alle aktieoptioner, hvis en årlig vækstrate i omsætning bliver 10 pct., og en årlig EBITDA-margin ligger på 34 pct. i perioden 2018-2020.³⁷

Mission, vision og CSR

”Unforgettable moments” er PANDORAs devise der ligger til grund for selskabets filosofi. Ideen er at hvert smykke skal hjælpe dens ejer at gemme på livets dejligste øjeblikke.

Vision bestemmer selskabets langsigtede mål.³⁸ PANDORAs vision lyder således:

”At være den varemærkeproducent der leverer den mest personlige smykkeoplevelse”.

Denne vision beskriver hvad selskabet vil blive til i fremtiden og fokuserer hovedsagligt på kundernes oplevelser. Visionens påstand vil holde i PANDORAs fremtid, og dermed tjene som en motivation for PANDORAs medarbejdere, således at de ved, hvor de skal bevæge sig hen.

Mission betegner grunden til selskabets eksistens samt dens essentielle formål. PANDORAs mission er følgende:

”Vi inspirerer alle kvinder til at føle sig kreative i deres personlige udtryksform.”

Den mission definerer klart at PANDORA appellerer til kvindernes kreative evner, hvor personlighed skal fremhæves. Missionen indeholder ikke en klar strategi ved hjælp af hvilke midler, dette skal opnås, men hentyder til differentiering af sine produkter.

I forlængelse af dette er det værd at nævne PANDORAs store indsats indenfor CSR.

Samfundsansvar (CSR) er et etisk standard i PANDORAs forretningsmodel, som bliver vægtet højt.

PANDORA indarbejder bæredygtighed i alle aspekter af sin drift i kraft af, selskabet selv styrer størstedelen af sin værdikæde. Der bliver foretaget etiske risikovurderinger på tværs af aktiviteterne. Selskabets CSR-model baseres på Product, People og Planet og bliver vist i oversigt 1.

³⁶ Selskabsmeddelelse, ”PANDORA præsenterer 2022 strategi på kapitalmarkedsdag”, 11.januar 2018

³⁷ PANDORA, Årsrapport 2017, s. 9

³⁸ J. Thompson mv., ”Strategic Management”, 2014, s.73

Oversigt 1: PANDORAs CSR

Product	People	Planet
- Af de indkøbte materialer i 2017 stammede 97 pct. sølv og 74 pct. guld fra genanvendte metaller. - Resterende dele stammer fra certificeret ansvarlig minedrift og RJC's standarder.	- Overholdelse af menneskerettigheder. - Beskæftigelse og udviklingsmuligheder for medarbejderne. - Der er oprettet en Etisk Hotline, hvor medarbejderne kan klage, hvis etiske standarder ikke overholdes.	- Minimering af miljøpåvirkninger via reducere af forbruget af resurser og mængden af affald. - Etablering af miljø- og energiteams på produktionsanlæggene.

Kilde: årsrapport 2017 og egen tilvirkning

Det er i dag meget udbredt, at forbrugere sætter sig ind i de produktionsmetoder, som diverse producenter anvender, og informationerne herom kan hurtigt blive spredt over hele verden. Derfor kan en evt. uetisk aktivitet afspejle sig negativt i selskabets salg. Et højudviklet samfundsansvar sikrer PANDORA en overlevelse på lang sigt i kraft af, at det skaber mere værdi for kunder og samfund. Samtidig opnår PANDORA en konkurrencefordel for sin forretning.

Produkter og Markeder

Produkter:

PANDORAs sortiment er godt varieret og bliver udvidet med syv smykkekollektioner pr år, jf. afsnit om historie. Kollektionerne udkommer omkring mærkedage og højtider, såsom Jul, Valentinsdag, forår, mors dag, højsommer, pre-efterår, efterår og jul.

PANDORAs smykker laves af ægte metaller fx guld eller sølv. I dag har PANDORA fem smykke kategorier, hvor efterspørgslen efter dem varierer fra land til land.

De fem kategorier omfatter charms, armbånd, øreringe, halskæder og vedhæng samt ringe:

Oversigt 2: PANDORAs sortiment

Charms	Armbånd	Øreringe	Halskæder	Ringe
				

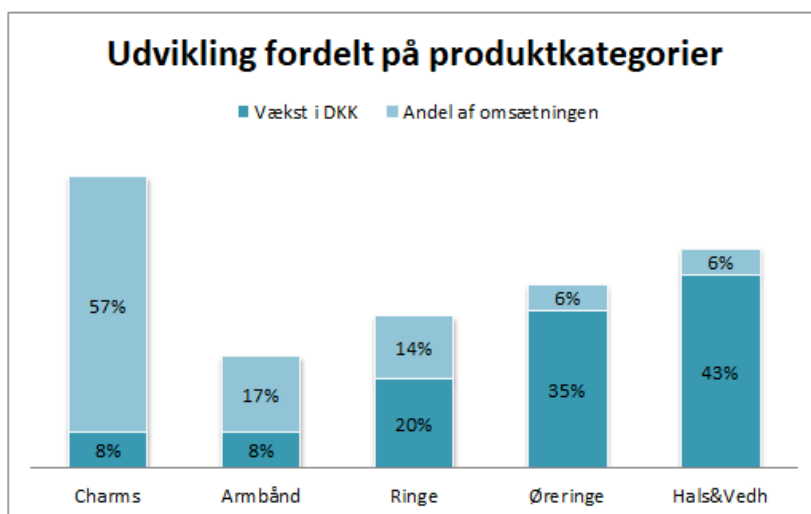
Kilde: PANDORAs E-store, egen tilvirkning

Diagram 2 opsummerer vækst i PANDORAs omsætning fordelt efter produktkategorier samt produkternes andel af omsætningen i år 2017. De mørkeblå søjler viser væksten i omsætningen efter produkter, mens de lyseblå søjler viser, hvordan produkterne er fordelt i forhold til omsætningen.

De mørkeblå søjler demonstrerer en positiv vækst i omsætningen i DKK på tværs af alle produktkategorier, hvor vækstraten i salget af ringe, øreringe, halskæder & vedhæng har været tocifret. Mens vækstraten for charms og armbånd ligger på 8 pct. i DKK, svarende til 10 pct. i den lokale valuta.

Ud fra diagrammet kan man se, at charms udgør over halvdelen (57 pct.) af omsætningen efterfulgt af armbånd og ringe, der udgør hhv. 17 pct. og 14 pct. af omsætningen. Kategorien øreringe samt kategorien halskæder og vedhæng udgør 6 pct. hver for sig.³⁹

Diagram 2. Fordeling af omsætning efter produktkategorier



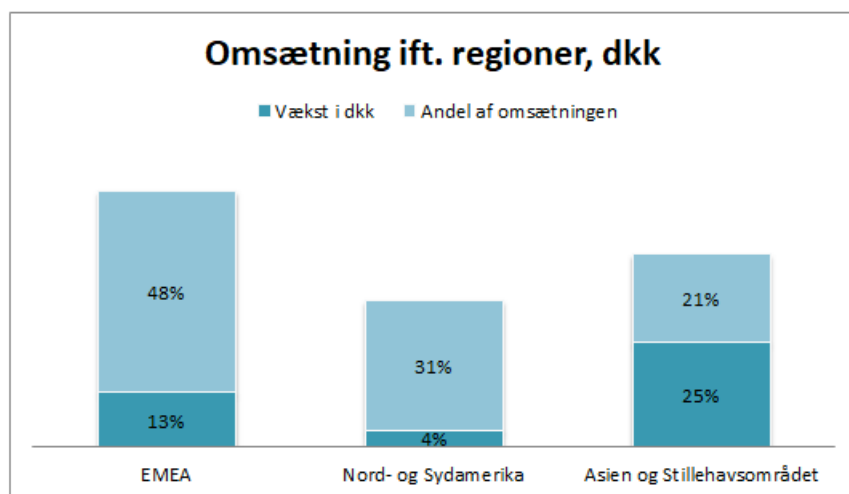
Kilde: PANDORA Årsrapport 2017, s. 50, egen tilvirkning

³⁹ Årsrapport, 2017, s. 51

Markeder:

PANDORAs operationelle aktiviteter er segmentopdelt på følgende geografiske områder: EMEA (Europa, Mellemøsten og Afrika), Nord- og Sydamerika samt Asien og Stillehavsområdet. Hvert område omfatter grossist-, detail-, og e-handelsaktiviteter relateret til distribution og salg af PANDORAs produkter.

Diagram 3. Fordeling af omsætning efter markeder, 2017



Kilde: PANDORA Årsrapport 2017, s. 50, egen tilvirkning

Diagram 3 viser to søjler med vækstraten i omsætningen samt andel af omsætningen fordelt efter den geografiske opdeling. De mørkeblå søjler viser, at vækstraten i Asien og Stillehavsområdet har været den højeste på 25 pct. drevet af en stigning af salget i Kina. Den høje vækstrate efterfølges af væksten i EMEA på 13 pct., hvor Italien var den primære vækstkraft, og Nord- og Sydamerika på 4 pct. som er drevet af udvidelsen af butiksnetworket.

De lyseblå søjler viser omsætningen regionsopdelt. Den største del af omsætningen kommer fra EMEA-området på 48 pct., 31 pct. for Nord- og Sydamerika og 21 pct. i Asien og Stillehavsområdet.⁴⁰

Heraf kan man konkludere, at den nuværende produktlanceringsstrategi og dertil hørende effektive produktionsanlæg, sikrer PANDORA et godt fundament for at opnå højere salg i kraft af hyppige lanceringer og stort udvalg af moderne produkter. En opdeling af markeder i tre regioner giver et godt overblik over det globale marked og giver mulighed for at tilpasse sortimentet til de kulturelle forhold.

Ledelse- og aktionærforhold

Ledelsen er ansvarlig for opfyldelse af sine forpligtelser over for aktionærer, kunder, forbrugere mv.

PANDORAs mål for selskabsledelse er dermed at tilgodese alle interessenter for at kunne maksimere den

⁴⁰ Årsrapport, Pandora 2017, s. 49-51.

langsigtede værdiskabelse. Som børsnoteret selskab skal PANDORA følge en gældende lovgivning om oplysningspligt og organisationsforhold.

I forhold til den normale praksis i Danmark opdeles ledelse i to uafhængige parter – bestyrelse og direktion. Bestyrelsen vælges et år ad gangen og har til formål at føre tilsyn med direktionens arbejde samt varetage den strategiske ledelse. Direktionen udvælges af bestyrelsen og udøver daglig ledelse. Sammen udarbejder de selskabets strategier og kontrollerer om der er de nødvendige kompetencer og resurser til at nå målene. For at kunne kontrollere PANDORAs regnskabsaflæggelser og revisionsprocedurer er tilstrækkelige, er der indsat et revisionsudvalg. Sammen med direktionen gennemgår og vurder revisionsudvalget finansielle risici for PANDORA og giver anbefalinger.⁴¹

Der er i alt ni medlemmer i bestyrelsen i år 2017, heraf tre er kvinder.

Formanden for bestyrelsen siden år 2015 er **Peder Tuborgh** (f. 1963), nuværende topchef i Arla. Han er særlig kompetent i globalt indkøb, logistik samt markedsføring inden for detailmarked. P. Tuborgh er derudover næstformand for Århus Universitet.

Næstformand for bestyrelsen er **Christian Frigast** (f.1951). Han har været medlem af bestyrelsen siden 2010. Til daglig er han medlem af en række andre bestyrelser og er professor ved CBS. Hans kompetencer ligger inden for ledelse, og han har flere års erfaring i en række detailvirksomheder som bestyrelsesmedlem.

Anden næstformand for bestyrelsen er **Allan Leslie Leighton** (f. 1953), som har været PANDORAs administrerende direktør fra 2013 til 2015. Hans særlige kompetencer ligger inden for økonomistyring i børsnoterede selskaber, globale forsyningskæder mv. Han er engelsk statsborger og bor i London.

Anders Boyer (f. 1970) har været medlem af bestyrelsen siden marts 2012. Til daglig er han CFO i Hempel A/S.

Bjørn Gulden (f. 1963) har været medlem af bestyrelsen siden 2013. Han har været administrerende direktør for PANDORA fra 2011 til 2013. I dag er han CEO i Puma SE, og han har flere andre bestyrelsesposter. Han er norsk statsborger.

Per Bank (f. 1967) har været i bestyrelsen siden 2014. I dag er han administrerende direktør i Dansk Supermarked A/S.

⁴¹ Årsrapport, Pandora 2017, s. 27

Andrea Dawn Alvey (f. 1967) har været i bestyrelsen siden 2010. Hun har erfaring inden for IT-drift, globale forsyningskæder mm. Til daglig besidder hun posten Præsident i Ktabco Investments. Hun er amerikansk statsborger og bor i USA.

Ronica Wang (f. 1962) er et kvindeligt bestyrelsesmedlem siden 2012. Hun har en række bestyrelsesposter i europæiske og asiatiske selskaber, bl.a. GN Store Nord A/S. R. Wang er statsborger i Hongkong.

Birgitta Stymne Göransson (f. 1957), som også er formand for revisionsudvalget i 2017, og hun har bl.a. arbejdet som konsulent i McKinsey og har været finansdirektør i Sveriges største varehuskæde Åhlens. Hendes særlige kompetencer er forretningsudvikling i internationale børsnoterede selskaber mm. Hun er svensk statsborger og bor i Stockholm.⁴²

PANDORAs CEO **Anders Colding Friis** (f. 1963) har været på posten siden 2015. Han har baggrund som koncernchef i Scandinavian Tobacco Group med 30 års erfaring inden for erhvervslivet.⁴³

Selskabets CFO **Peter Vekslund** (f. 1967) tiltrådte i PANDORA i 2014 med en 30 års erfaring fra en række finansielle stillinger.

Af det ovenstående kan man konkludere, at hovedposterne i PANDORA er optaget af internationale ledere, der har en baggrund som kan bidrage til PANDORAs succesfulde udvikling i fremtiden. Der bør derfor ses på PANDORA således, at selskabets nuværende ledelse har fået flere års erfaring i smykkebranchen, hvilket sætter PANDORA i et godt lys for fremtidens vækst.

Aktionærforhold

Siden børsnoteringen den 5. oktober 2010 har PANDORA opnået ca. 60.000 navnenoterede aktionærer. I år 2017 blev der handlet for i gennemsnit 787.000 aktier pr. dag.

Pr. 31. december 2017 var der ingen aktionærer, der ejede mere end 5 pct. af aktiekapitalen og stemmerettigheder i PANDORA.

PANDORA ejer 2,6 pct. af de udstedte aktier. Danske institutionelle investorer samt private investorer ejer hver 12 pct. af aktiekapitalen. Ved årets udgang ejede PANDORAs bestyrelse og direktion 0,1 pct. af den samlede aktiekapital.⁴⁴

⁴² PANDORA A/S, "Indkaldelse til ordinær generalforsamling, 2018, pdf"

⁴³ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 42

⁴⁴ Årsrapport, Pandora 2017, s. 46

Delkonklusion

PANDORA er et globalt selskab, der har en omfangsrig historie bag sig. Selskabets sortiment er velbalanceret og strækker sig fra charms til øreringe, hvor charms udgør den største andel af omsætningen. Den højeste vækst for omsætningen i 2017 har været for Asien og Stillehavsområdet, mens EMEA området stadigvæk udgør den største andel af omsætningen. PANDORAs ledelse opdeles i direktion og bestyrelse, som er uafhængige af hinanden. Medlemmer af de to organer anses for at være højkompetente med evner til at vejlede PANDORA til en højere vækst. I 2017 har der ikke været aktionærer, som ejede mere end 5 pct. af aktiekapitalen.

Strategisk Analyse af PANDORA

En komplet fundamental analysemetode indeholder en strategisk analyse som sin hovedkomponent, jf. metodeafsnittet. En af hovedfaktorerne, der influerer på PANDORAs indtjeningsdynamik, er den makroøkonomiske situation på markedet. Vækst i et lands økonomi vil altid være tiltrækkende for selskaber, da det alt andet lige øger muligheder for indtjening. Den makroøkonomiske situation kan beskrives med eksempelvis nøgelfaktorer, såsom BNP, inflation, beskæftigelse, politisk situation, teknologiens udvikling, juridiske aspekter mv. En god model til beskrivelsen af sådanne faktorer er en PESTEL-analyse, som blev uddybet i metodeafsnittet.

Samfundsanalyse – PESTEL

Den kommende analyse vil tage udgangspunkt i fordeling af faktorerne efter de vigtigste markeder, hvilket til sidst vil blive afsluttet med en oversigt over de vigtigste forhold.

Som nævnt før opdeler PANDORA sine markeder i tre regioner:

- **EMEA**, som omfatter Nordeuropa, Sydeuropa, Østeuropa, Storbritannien samt udviklingslande såsom Rusland, Sydafrika og fra 2017 også Indien.
- **Nord- og Sydamerika**,
- **Asien og Stillehavsområdet**, som også omfatter Australien.

Politiske og Lovgivningsmæssige Faktorer

Politiske faktorer omfatter de forhold, som fra regeringernes side kan have indflydelse på PANDORAs omsætning, overskud og dermed på aktiekurs. Fx skatter/afgifter, krige og konflikter, tendenser til regulering af smykkebranchen, importkvoter, loven for patenter og immaterielle rettigheder mv.

EMEA kan opdeles i de politiske stabile områder og i de udfordrende lande. Til de politisk stabile kan man henføre Nord- og Sydeuropa, delvist Østeuropa og Storbritannien, eftersom disse områder er hverken truede af diktatorer eller alvorlige konflikter, der kan have indflydelse på befolkningens forbrug.

De politisk ustabile lande, som kan være udfordrende, er Rusland, Sydafrika og Indien. Disse anses dog ikke til at udgøre den store fare for udviklingen af PANDORAs aktiekurs, da de tilsammen udgør ca. 6 pct. af den samlede omsætning i EMEA området.⁴⁵ Urolighederne i Storbritannien, der er forbundet med politiske forhandlinger om Brexit, kan påvirke PANDORAs resultater negativt, hvilket vil blive omtalt under økonomiske faktorer.

Nord- og Sydamerika omfatter Canada, Latinamerika og USA. Idet salget her udgør over 30 pct. af den samlede omsætning, hvilket er omtalt før i opgaven, er det værd at holde øje med politiske begivenheder. Regionen anses for at bestå af politisk stabile lande bortset fra Brasilien. Dette land, med høj kriminalitet og demonstrationer pga. fattigdom og korruption, kan potentielt være udfordrende for at drive forretning i.⁴⁶

Asien og Stillehavsområdet omfatter følgende lande: Kina, Australien, Hong Kong, Japan, New Zealand, Thailand, Singapore mv.

Som omtalt før i opgaven har PANDORA placeret sin produktion i Thailand. Den første fabrik blev etableret i Gemopolis nær Bangkok i år 2005, den anden fabrik blev åbnet i Lamphun i starten af 2017. Dette betyder, at den politiske situation i landet har en direkte indflydelse på PANDORAs salg. Hvis der kommer krig, terror eller politiske restriktioner på udenrigshandlen, kan PANDORA blive forhindret i at imødekomme efterspørgslen på sine produkter.

Thailand er et land med militært styre, som er opdelt i de urolige områder på den sydlige del, og i den stabile nord side, hvor bl.a. den nyeste fabrik i Lamphun ligger. Ifølge Udenrigsministeriets rejsevejledning til landet er der en generel risiko for terror, hvilket bekræftes med, at der i 2015 eksploderede en bombe i Bangkok. Ud over risiko for terror er der også politiske risici i form af demonstrationer og opløb.⁴⁷ Dette kan udgøre en væsentlig risiko for PANDORAs produktion og distribution af deres varer videre til andre lande.

Disse risici blev reduceret ved etableringen af det nye anlæg i Lamphun, som skal stå for 30 pct. af produktion af PANDORAs smykker. Grunden til at Thailand stadigvæk blev fastholdt, som et produktionsland, er overflytning af medarbejderne fra Gemopolis til det nye sted. Medarbejderne kunne gå

⁴⁵ Præsentation "PANDORA IN EMEA", D. Allen, 3. marts 2017

⁴⁶ <http://um.dk/da/rejse-og-ophold/rejse-til-udlandet/rejsevejledninger/brasilien/>

⁴⁷ Rejsevejledning Thailand, redigeret den 25.04.18

i gang på det nye anlæg med det samme samt oplære nye medarbejdere, hvilket giver en besparelse på uddannelsesomkostninger alt andet lige.

Produktionsstedet ved Bangkok er også udsat for fare for oversvømmelser, hvilket gør at det nye anlæg kan anses som spredning af risikoen.⁴⁸ PANDORA gør dog opmærksom på, at produktionsanlægget i Gemopolis (Bangkok) har lavet beredskabsplaner for oversvømmelser omkring området for at reducere risikoen for produktionsforstyrrelser. PANDORAs ledelse må have tænkt alle risici igennem for at beslutte at koncentrere hele produktionen i et udsat land. Dette skyldes de gunstige økonomiske fordele ved Thailand, såsom lavt lønniveau, hvilket sikrer konkurrencedygtige priser.

Skattemæssige forhold

En anden vigtig politisk faktor drejer sig om skattemæssige forhold. Hovedreglen er, at selskaber der er registreret i Danmark, er også skattepligtige her i landet, jf. SEL §1. PANDORA er et dansk koncernselskab med flere datterselskaber rundt i verden. Datterselskaberne er underlagt skatteloven i de lande, hvor koncernen opererer. Risikoen for at de komplekse skatteregler bliver fortolket forskelligt, kom til udtryk i 2015 hvor PANDORA skulle af med knap en milliard kroner til SKAT, hvilket klart påvirkede cash-flowet.⁴⁹ For at minimere risikoen for sådanne situationer i fremtiden, har PANDORA efterfølgende indgået et forlig med SKAT om interne afregningspriser (transfer pricing). Derudover bliver der ført løbende dialog med skattemyndighederne på alle relevante markeder, og selskabets skattepolitik bliver offentliggjort på hjemmesiden, således at man i tilfælde af usikkerhed om transaktionerne mindsker risikoen for forkerte handlinger.⁵⁰

Et fordelagtigt forhold for PANDORA er en otte års delvis skattefritagelse i Thailand, som selskabet har opnået pga. opførslen af fabrikken i Lamphun.⁵¹ Dog kunne gevinsterne ved det ikke opveje de negative effekter, som kom med USA's nye skattereform i december 2017 vedrørende varelagre, og heller ikke pga. kildeskatten på udbytte fra Thailand for overskud fra før 2013. Den effektive skatteprocent er dermed steget til 24,8 pct. i 2017 fra 21,2 pct. i 2016. Ser man bort fra de to poster, ville den underliggende skatteprocent ligge på ca. 21 pct.⁵² Hvis den effektive skattesats bliver ved med at stige, vil det give højere skatteomkostninger, som alt andet lige kan få en negativ indflydelse på selskabets frie pengestrøm. I sidste ende kan det få indflydelse på PANDORAs konkurrenceevne.

⁴⁸ <https://www.business.dk/industri/pandora-fabrik-skal-staa-for-25-30-pct.-af-produktionen>

⁴⁹ <https://www.business.dk/detailhandel/skatteekspert-derfor-faar-pandora-milliardregning>

⁵⁰ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 38

⁵¹ <https://www.business.dk/detailhandel/pandora-faar-otte-aars-skattefritagelse-i-thailand>

⁵² Årsrapport, PANDORA 2017, s. 53

Patenter og immaterielle rettigheder

PANDORAs smykker er nogle af dem der er bedst kendt i smykkebranchen, derfor er det afgørende for selskabet at beskytte sit brand, således at konkurrenceevne og forretningsudvikling kan give det bedste udbytte. Beskyttelsen omfatter ophavsrettigheder, varemærker, designrettigheder, fortrolighedsaftaler og patenter. I USA udløber PANDORAs patent i 2023 mens i andre jurisdiktioner i 2024.⁵³

Innovative opfindelser, kronet «O» og kollektions brands, bliver også sikret ved patenter. Beskyttelsen mod kopiprodukter garderes ved at PANDORA anvender globale overvågningsprogrammer både på internettet og i fysiske butikker. De seneste patenter blev tildelt på charms fra PANDORA ESSENS Collection i 2017, og der blev tilsendt patentansøgninger på den innovative klemmeled i større geografiske områder.⁵⁴

Økonomiske faktorer

Fra det overordnede perspektiv afhænger PANDORA af økonomiske variabler såsom råvarepriser på guld og sølv, udviklingen i valutakurser og den makroøkonomiske situation på de store markeder, da de vægter højest i omsætningen. Finansielle risici bliver overvåget og kontrolleret af PANDORAs Group Treasury.

Udvikling i priser på sølv og guld

PANDORAs mål er at tilbyde kunderne produkter af høj kvalitet til tilgængelige priser. PANDORAs succes og konkurrencedygtighed afhænger direkte af produktionsomkostningerne. Jo lavere priser på råvarer, desto højere bliver fortjenesten alt andet lige. Sølv og guld er PANDORAs primære råvarer, og disse bliver prisfastsat i USD. En stigende pristendens på de to metaller medfører stigende omkostninger, hvilket ved samme strategi, vil reducere PANDORAs resultat. For at kontrollere og afværgе risici der kommer fra udsving i råvarepriserne, har PANDORA gennemført nogle tiltag. Der bliver gjort brug af valuta- og renteswaps, optioner, valutaterminskontrakter og lignende. Kortsigtede risici bliver reduceret ved en rullende produktionsplan et år frem, hvilket gør det muligt at afdække op til 100 pct. af koncernens forventede forbrug i de første 1-3 måneder, 70-90 pct. for 4-6 måneder frem osv. Afvigelser fra planen skal godkendes af koncernens CFO.⁵⁵

Ser man på den historiske udvikling, har det sidstnævnte tiltag været til gavn for PANDORA. Sølvprisen i 2016 kom på det højeste niveau siden 2014, og på det korte sigt bliver selskabets produktionsomkostninger

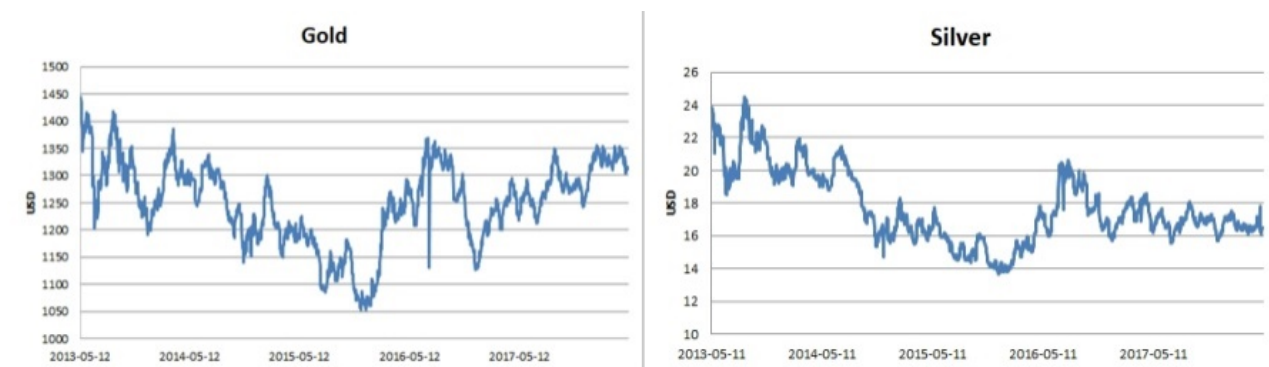
⁵³ Årsrapport, PANDORA 2014, s. 32

⁵⁴ Årsrapport 2017, PANDORA, s. 34

⁵⁵ Årsrapport 2017, Pandora, s. 88

ikke påvirket af stigende priser. Der kommer således et råderum, hvor PANDORA kan ændre på designet af sølvsmykker, således at forbruget af sølv reduceres, og risikoen falder.⁵⁶

Figur 2. Udvikling i guld- og sølvpriser 2013-2017.



Kilde: *euroinvestor.dk*, egen tilvirkning

Figur 2 viser fluktuationer i prisen på guld og sølv. Fra 2013 til 2016 har priserne været faldende, hvilket har været gunstigt for PANDORAs produktionsomkostninger. Fra 2016 begynder prisen på guld at stige, mens prisen på sølv ligger mere stabilt mellem 16-18 USD pr. ounce. Grunden til vækst i guldprisen har været uroligheder på de finansielle markeder pga. Brexit og valg i USA, mens stigningen i prisen på sølv kan anses som en afledt effekt af prisstigningen på guld.⁵⁷

Forventningerne til udviklingen i guldprisen kommer an på flere faktorer. I krisetider søger folk mod at beskytte sine investeringer og derfor efterspørger guld, hvilket driver prisen opad. Prisen afhænger naturligvis også af udbud og efterspørgsel fra centralbanker samt smykkeindustrien.

Udvikling i valutakurser

PANDORAs præsentrationsvaluta er danske kroner, men størstedelen af aktiviteterne er i andre valutaer. Derudover handles sølv og guld i US dollars. Hovedparten af indtægterne kommer fra de store markeder: Australien, Kina, Frankrig, Tyskland, Italien, USA og Storbritannien, hvorfor USD, CAD, AUD, GBP, CNY og EUR valutaer er af særlig interesse. Dette medfører, at PANDORAs pengestrømme, resultat og finansielle stilling vil blive påvirket af kursudsving i disse valutaer. Fald vil medføre faldende omregnede fremtidige pengestrømme samt påvirke koncernens egenkapital negativt. Lad os se på de mest betydelige markeder EMEA og Amerika.

⁵⁶ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/stigende-soelvpriser-presser-pandora>

⁵⁷ <http://nyheder.tv2.dk/penge/2016-07-12-guld-og-soelvpriser-brager-op-skal-du-saelge-dine-smykker-nu>

EMEA regionen udgør ca. 48 pct. af omsætningen, hvor 42 pct. kommer fra indtjening i EUR og i GBP.⁵⁸

Euro blev sidst styrket midt i 2017, hvor PANDORAs aktie faldt med 2,8 pct. til 604,5 kr. på trods af, at der er fastkurspolitik mellem Danmark og EU. Dette fald er forbundet med, at det bliver dyrere at eksportere varer eller kan være et tegn på kortvarigt valutakursspekulation.

Endnu en negativ påvirkning for PANDORA kom fra udviklingen i GBP, som afledes af Brexit forhandlingerne. Pundets svækkelse betyder, at det bliver dyrere for briterne at købe udenlandske varer, og derfor falder købekraften også for PANDORAs produkter.

Nord- og Sydamerika udgør omkring 30 pct. af den samlede omsætning - heraf udgør 28 pct. i USD. En af grundene til at målene i år 2017 ikke blev nået, er den ugunstige valutakursudvikling i USD. Det er værd at bemærke, at valutakursudsving i USD influerer PANDORAs resultat før skat og egenkapital mest i forhold til andre valutaer. En ændring i USD på ± 10 pct. vil påvirke resultatet med ± 316 mio. kr. og egenkapital med ± 216 mio. kr., hvilket er den højeste indflydelse sammenlignet med alle andre valutaer.⁵⁹

Valutaerne i **Asien og Stillehavsområdet** har ikke givet anledning til at justere forventningerne til PANDORAs resultater. Det er dog vigtigt at bemærke, at hvis den thailandske bath styrkes overfor DKK, vil dette medføre øgede produktionsomkostninger for PANDORA og dermed bidrage negativt til konkurrenceevnen.

Makroøkonomiske nøgletal

De makroøkonomiske nøgletal angiver hvor godt/dårligt, det går med et lands økonomi. I perioder med højkonjunktur oplever forretninger en stigende omsætning, da forbrugerne er optimistiske og er villige til at bruge penge. Modsat perioder med lavkonjunktur (væksten i BNP er mindre 1,5 pct.), hvor selskabernes omsætning normalt falder, da der ikke kommer efterspørgsel efter deres varer.

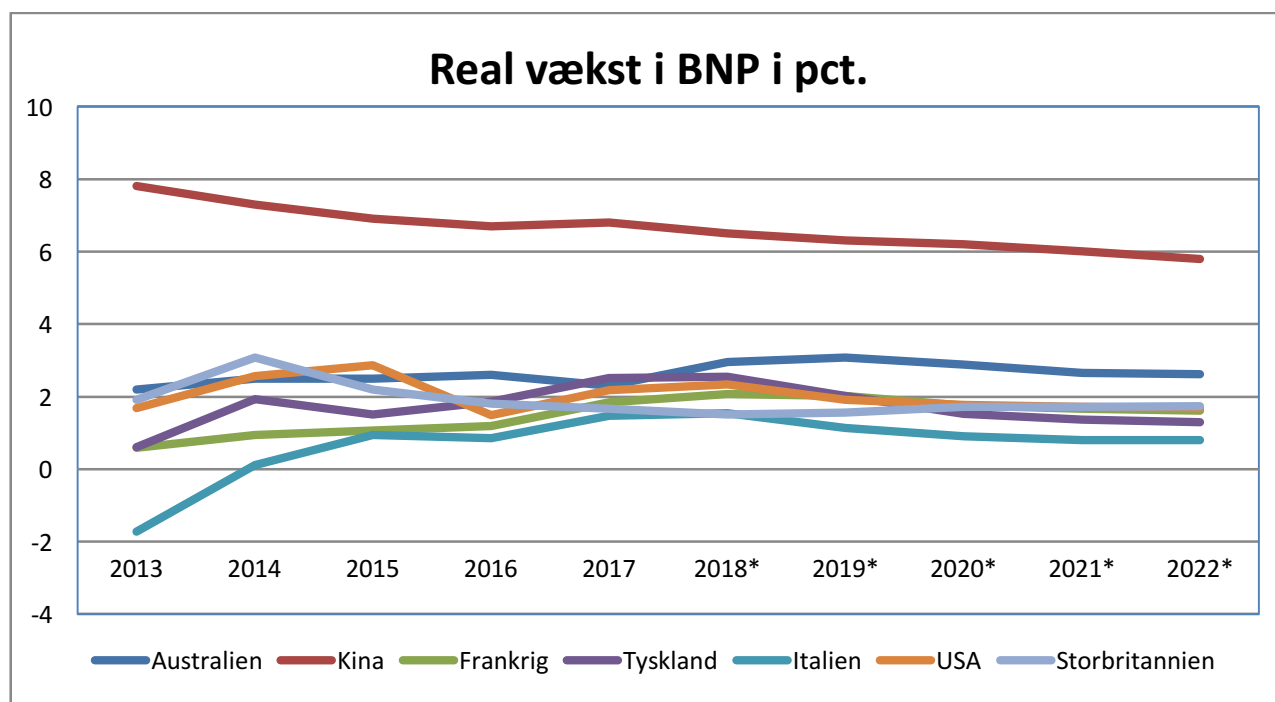
Økonomiens tilstand beskrives ved hjælp af nøgletal såsom BNP vækst, BNP pr. indbygger, inflation, ledighedsrate mv. Dette giver mulighed at se tendenserne i et lands økonomi og dermed vurdere, om situationen er fordelagtig for selskabet.

Som sagt, sælger PANDORA sine produkter i hele verden, men kun en række væsentlige markeder er afgørende for selskabets vækst og indtjening. Det drejer sig om Australien, Kina, Frankrig, Tyskland, Italien, USA og Storbritannien. Lad os se nærmere på den makroøkonomiske situation i disse lande.

⁵⁸ Årsrapport, PANDORA, 2017, s. 89

⁵⁹ <https://www.business.dk/global/det-britiske-pund-faar-endnu-et-hak-nedad-her-er-konsekvenserne>

Diagram 4. Real vækst i BNP i pct.



Kilde: *statista.org, oecd.org og egen tilvirkning*

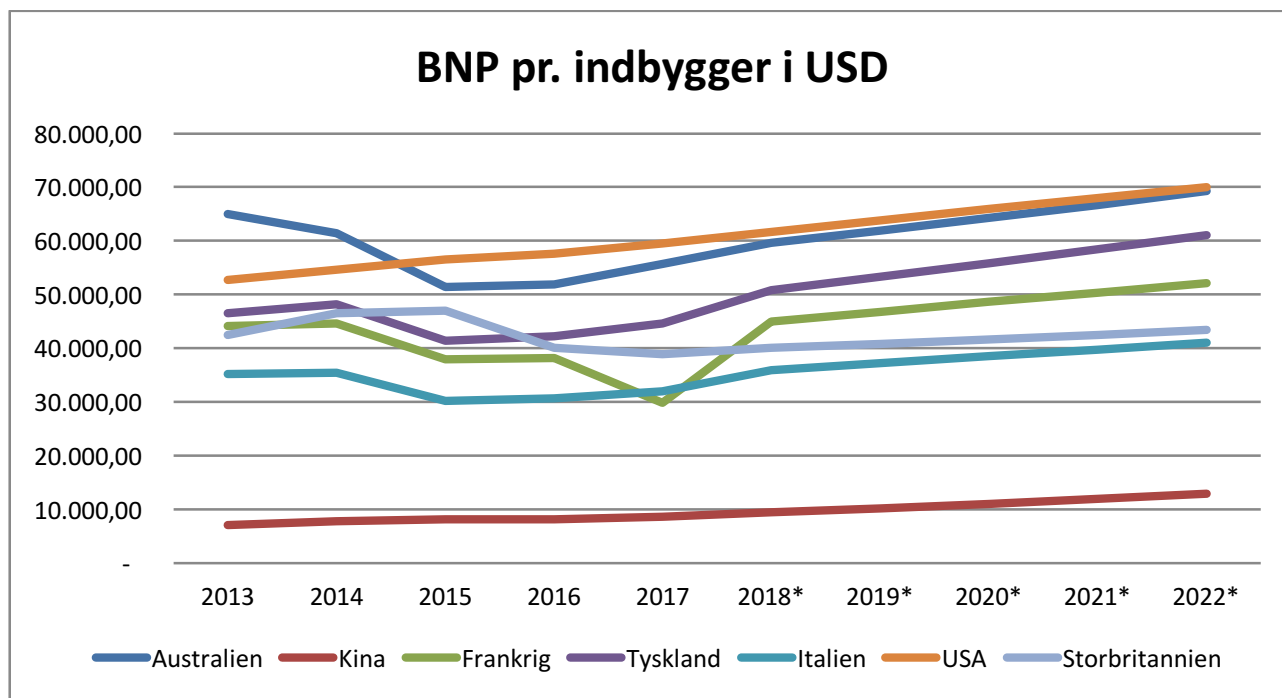
Diagram 4 viser realvækst i BNP for PANDORAs vigtigste markeder for periode 2013-2022. Den reale vækst i BNP betyder væksten i nationaløkonomien, når den er renset for inflation, dvs. det er den rene vækst, som skyldes produktion og ikke stigninger i priser. På langt sigt giver den reale vækst i BNP et mere retvisende billede af forholdene i et lands økonomi end den nominelle BNP. Ud fra figuren kan man se, at Kina har den højeste vækstrate, som begynder at aftage fra 2017. Kina står for 33 pct. af omsætningen i Asien og Stillehavsområdet, som svarer til ca. 7 pct. af den samlede omsætning i 2017. Andelen anses ikke at være en særlig høj andel sammenlignet med næsten dobbelt så store andele for Storbritannien og Italien.⁶⁰

Italiens økonomi kommer fra en recession med en negativ vækst i den reale BNP på næsten 2 pct. til en positiv vækst på under 1 pct. fra 2013 til 2015, hvilket er en af grundene til stigningen i omsætningen på 30 pct. Derudover sker der en udvidelse med 37 konceptbutikker på det italienske marked i 2017.⁶¹ De øvrige lande konvergerer mod en stabil økonomisk udvikling med ca. 2 pct. årlig vækst frem til 2022, hvor Australien toppet med den højeste vækstrate på ca. 3 pct. i 2022.

⁶⁰ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 68

⁶¹ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 49

Diagram 5. BNP pr. indbygger i amerikanske dollar 2013-2022.

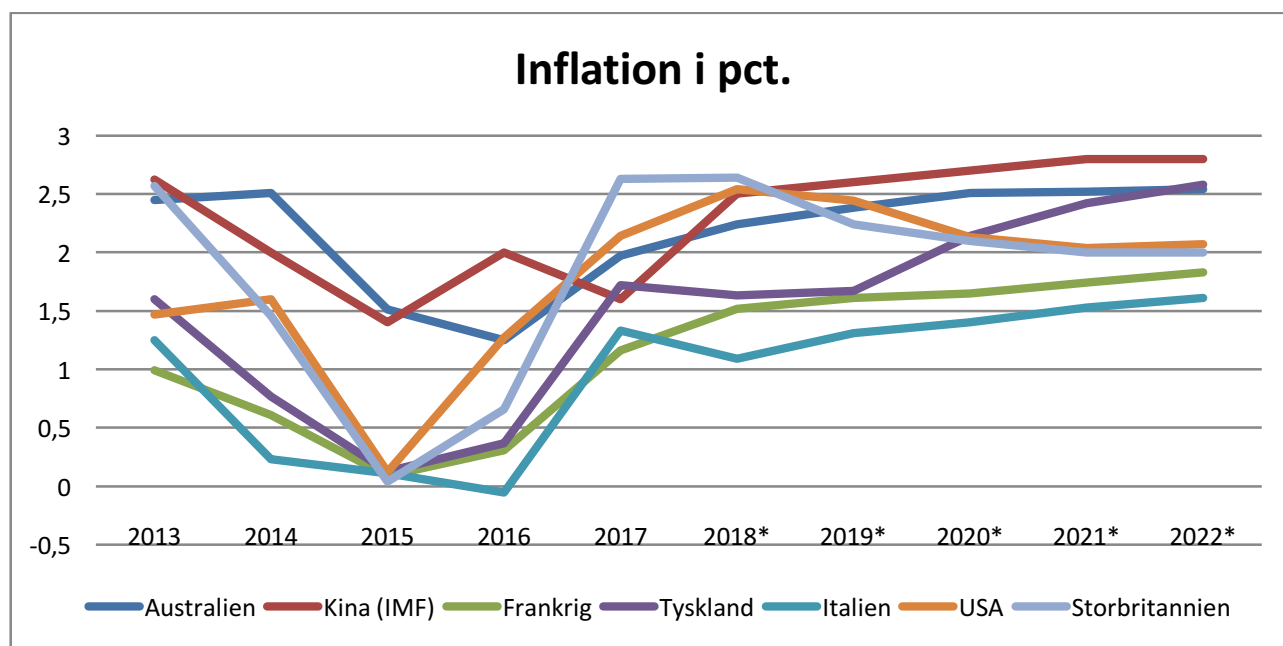


Kilde: *statista.org, oecd.org og egen tilvirkning*

Jf. PANDORAs mission henvender selskabets sig til alle kvinder, dvs. her er tale om en bred målgruppe. Den brede målgruppe og internationale tilstedeværelse på markeder gør PANDORA mindre konjunkturfølsom, end hvis det var tilfældet med dyre luksus goder, som har høj priselasticitet og normalt henvender sig til mindre målgrupper pga. kravet til en høj indkomst. PANDORAs strategi "affordable luxury" giver mulighed for at købe smykker til tilgængelige priser uden en høj indkomststigning. Dette fører os til at se nærmere på indkomstudviklingen for husholdninger i de vigtigste lande.

Diagram 5 viser den nominelle BNP i USD fordelt over antal indbyggere for syv lande for periode 2013-2022. BNP pr. indbygger indikerer, hvor godt forbrugere i et land er stillet. Ud fra diagrammet kan man se, at den potentielle afsætning af PANDORAs produkter stiger fra 2017, hvor husholdningerne får højere indkomster. Her skal man dog bemærke, at tabellen ikke tager hensyn til inflation, som omtales senere i opgaven. En faldende indkomst pr. indbygger i gennemsnit oplevede alle lande i perioden 2013-2016, undtagen USA og Kina. Til trods for den negative udvikling for de fire europæiske lande og Australien, lykkedes det PANDORA at afsætte sine varer og øge omsætningen over alle de år med den negative udvikling i BNP pr. indbygger. Grundet til stigningen må ligge i den forøgede kendskabsgrad på de europæiske markeder, og i den før omtalte strategi hvor PANDORAs smykker er til at betale, selvom indkomsten ikke stiger.

Diagram 6. Inflation for udvalgte lande 2013-2022.



Kilde: statista.org, oecd.org og egen tilvirkning

Inflation indikerer, hvor meget priserne i samfundet ændrer sig i forhold til prisniveauet, men det kan også betragtes som et tegn på forventninger til økonomien. Den Europæiske Centralbank har en målsætning om prisstabilitet og sigter mod en inflation "under, men tæt på 2 pct." Dette er en hel klar fordel for alle selskaber, da dette gør det nemmere at planlægge investeringer og udgifter og sikrer en stærkere købekraft hos forbrugerne.

Diagram 6 viser udviklingen i inflationen for de vigtigste markeder for PANDORA. Ser man nærmere på ændringerne i diagrammet, kan man se, at stigningen i inflationen falder drastisk i 2015 i de udvalgte lande. Som sagt er det positivt i den forstand, at forbrugernes penge rækker længere. Det stigende forbrug sætter gang i økonomien, og efterspørgsel begynder at trække priserne op. Storbritannien oplever dog stigende priser i 2017 pga. Brexit, hvor væksten i inflationen når 2,6 pct. Fremtidsudsigterne for købekraften for de syv vigtigste markeder for PANDORA forbliver positive, da inflationsraterne varierer mellem 1,5- 2,8 pct. Dette giver sikkerhed i købekraften, sammensat med en stabil prisudvikling i økonomierne i periode 2018-2022.

Sociokulturelle faktorer

Sociokulturelle faktorer omfatter demografiudvikling, uddannelsesniveau, især ift. medarbejdernes kvalifikationer, ændringer i livsstilen, indkomstfordelinger, forbrugernes holdninger mv. Dvs. det er faktorer, der beskriver et marked ud fra sociale og kulturelle tilstande.

Således, at udover politiske og økonomiske faktorer, kan PANDORAs forretning mest blive påvirket af:

1. Modetendenserne og livsstil

Ændringer i forbrugernes præferencer og livsstil kan påvirke PANDORA i såvel negativ som positiv retning. Såfremt PANDORA ikke lever op til de nye modetendenser, vil efterspørgslen efter deres varer falde. Og omvendt, hvis charmsarmbånd bliver en trend, så vil det trække omsætningen op.

Som sagt tidligere udkommer der 7 nye kollektioner om året, hvilket sikrer PANDORA en jævnlig fornyelse af deres sortiment mht. modernitet og forbrugernes præferencer. Korte produktionstider gør det endnu mere muligt at udkomme med nye varer hurtigere end konkurrenterne. De nye tiltag til bedre imødekommenhed af efterspørgslen forventes at give større udbytte i takt med udvidelsen af produktionskapaciteten og den nyeste teknologi.

For det kommende år forventer PANDORA at øge omsætningsandelen for ringe, halskæder og vedhæng samt øreringe. Disse skal udgøre 50 pct. i 2022. Dette vil som udgangspunkt sprede risikoen for muligvis tilbagegang i salget af charmsarmbånd, som udgør 57 pct. af omsætningen i 2017.

Udfordringer kan opstå, når forbrugere skifter købsadfærd. De amerikanske forbrugere besøger nemlig ikke så meget indkøbscentre længere.⁶² Onlinesalg af smykker udgør næsten 20 pct. af det samlede smykke salg i USA. Det anslås, at onlinesalg vil udgøre 10-15 pct. af det samlede smykke salg på verdensplan i 2020 mod 6 pct. i 2017.⁶³ Risikoen ved denne udvikling er, at det bliver sværere at mærke kvaliteten af smykker, end hvis man står i en fysisk butik.

2. Demografi og indkomstfordeling

Udvikling i befolkningssammensætningen på de forskellige markeder kan også påvirke PANDORAs omsætning i en vis grad. Målgruppen for PANDORAs smykker er kvinder i alderen 18-49 år, der vil være

⁶² <https://www.business.dk/detailhandel/amerikanerne-smider-haar-i-pandoras-successsuppe>

⁶³ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 16

moderne og udtrykke sin individualitet. Her kan det tilføjes, at 60 pct. af omsætningen kommer fra mænd, der køber gaver.⁶⁴

Prismæssigt er det middelklasse og op, der har råd til at købe smykkerne. En forskydning i indkomstfordelingen mod større middelklasse, vil alt andet lige potentielt give flere kunder. Ud fra den økonomiske analyse kan man se, at den økonomiske vækst og stigende inflation peger i retning af optimistiske forventninger. En økonomisk vækst alene er ikke nok til at sikre en stigende købekraft. Indkomsten kan simpelthen være sammensat på en måde, at 10 pct. af befolkningen ejer 90 pct. af BNP. Derfor er det vigtigt at se på ulighederne i indkomsten for de ovennævnte lande. Gini-koefficienter er et udtryk for indkomstuligheden. Koefficienten ligger mellem 0 (en helt lige indkomstfordeling) og 1 (én person har hele indkomsten).

Tabel 1. Gini-koefficienter for udvalgte lande, 2016.

Gini-koefficienter						
Australien	Kina	Frankrig	Tyskland	Italien	USA	Storbritannien
0,37	0,42	0,28	0,29	0,33	0,39	0,32

Kilde: eurostat.eu, worldbank.org og egen tilvirkning

Tabel 1 viser, at indkomstulighed er lavest i Frankrig (0,28), mens den højeste er i Kina (0,42) efterfulgt af USA (0,39). For PANDORAs forretningsstrategi er det af betydning at se en mere jævn indkomstfordeling, da dette giver en større salgsvolume. Gini-koefficienter afhænger af skattepolitik og kan derfor variere fra år til år.

3. Medarbejdernes kvalifikationsniveau: Thailand

Som det er nævnt tidligere, er PANDORAs produktion centreret i Thailand. For at kunne skabe resultater skal man have en billig og effektiv arbejdskraft. Medarbejdernes kvalifikationsniveau kan direkte påvirke resultater for et selskab. Valget på Thailand faldt efter en god gennemtænkning. Landet har nemlig en gammel tradition for smykkehåndværk, og deres færdigheder kommer til gavn for udformning af PANDORAs smykker.⁶⁵

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer vurderer udviklingen i teknologisk lovgivning, information og kommunikation, fremstillingens modenhed og kapacitet mv.

⁶⁴ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 17

⁶⁵ <http://pandoragroup.com/About-Pandora/Crafting/Our-Lamphun-facility/Choosing-Lamphun>

For at imødekomme efterspørgslen på en global plan, skal PANDORA kunne producere nye produkter effektivt og være forud for konkurrenterne. I den forbindelse blev der etableret et nyt innovationscenter i Bangkok i 2017, som benytter de nyeste smykketeknologier og udstyr. Her kan man bl.a. tegne og printe smykker i 3D.

Et andet teknologisk aspekt er det globale netværk. Sociale medier og internettet udgør til daglig en af de vigtigste markedsføringskanaler. Specielt sociale medier, apps og bloggere har oplevet en stigende popularitet. I den forbindelse skal PANDORA være "til stede" og føre en kontinuert interaktion med nuværende og potentielle kunder. Dette er en "win-win" situation, da kunderne udtrykker deres ønsker, som PANDORA udnytter til produktforbedringer og -udviklinger.

Fremgang i internethandel kan være en udfordring for PANDORA i det lande, hvor selskabet ikke har en eSTORE. Problemer kan også opstå hvis eSTOREs ikke omfatter nok varer af nye sortimenter. Den manglende indsats i det digitale detailmiljø i USA har givet bagslag på PANDORAs resultater i 2017, hvilket blev omtalt under sociokulturelle forhold.

Den globale it-udvikling åbner nye muligheder for at give kunder personlige oplevelser via relevante tilbud, målrettet markedsføring mv. Herunder menes der, at også i de fysiske butikker skal nyeste teknologier prioriteres højt. På sigt skal besøg af fysiske butikker være godt begrundede, og her træder PANDORA med sin visuelle og højteknologiske indretning frem.

Miljømæssige faktorer

Selskabets omverden stiller en række krav til miljøområdet, som selskaberne skal leve op til. Fx kan politiske forbrugere/klimaaktivister boykotte køb af varer af en bestemt producent, hvis den ikke lever på til etiske krav. Dette vil alt andet lige skabe et dårligt ry omkring selskabet og dermed svække selskabets konkurrenceposition. PANDORA har en høj etik omkring fremstilling af sine smykker. Materialerne bliver indkøbt hos certificerede leverandører, det nye miljøvenlige produktionsanlæg i Thailand er Gold-certificeret og respekterer menneskerettighederne. Mere om PANDORAs samfundsansvar kan læses i afsnit om CSR.

Delkonklusion: PESTEL

PANDORAs forretning er underlagt nogle eksogene faktorer, der kan påvirke selskabets fremtid i såvel positiv som negativ retning. Oversigt over de faktorer, der vægter mest, ses nedunder, jf. oversigt 3. Nogle forhold er nemmere at sikre og udnytte end andre. Ud fra de politiske faktorer er det vigtigt, at Thailand forbliver et roligt og forhandlingsvilligt land. Risikoen fra naturkatastrofer blev mindsket ved den nye fabrik i Lamphun. Den basale økonomiske situation på PANDORAs vigtigste markeder anses at være fordelagtigt

for fremtidens vækst. Dette begrundes i den stigende vækst i landenes produktion, vækst i BNP pr. indbygger samt det lave niveau for inflation, der giver tryghed. Især Kina anses her for at være et vigtigt marked for fremtiden, da landet forventer at opretholde en vækst på over 6 pct. i de kommende år frem til 2022. Det vil være dog været forbundet med høj risiko for faldende omsætning samt faldende aktiekurser, hvis Kinas økonomi netop ikke kan opretholde væksten og efterspørgslen, idet Kina er verdens største smykkemarked.⁶⁶ Hvad markedet for varepriserne angår, kan man teoretisk sige, at da økonomierne er på vej op, vil guld ikke være fordelagtigt som investering, og derfor bliver prisen på det holdt nede. Udvikling i modsat retning vil forstørre PANDORAs udgifter, og påvirke indtjeningen negativt. Valutakursudsving i positiv/negativ retning påvirker selskabets fremtidige pengestrømme. PANDORA skal blive ved med være opmærksom på asiaternes forbrugspræferencer og modetendenser, idet markedet er i kraftig vækst. Nye markedsføringskanaler og fremskridt i smykketeknologien har PANDORA styr på. Selskabet lever godt op til etiske krav og har en holdbar langsigtet holdning til miljøet.

Oversigt 3. PESTEL-analysen

P	E	S	T	E	L
- Politisk stabilitet på de vigtigste markeder	- Valutakursudsving - Råvarepriser - Økonomisk udvikling i verdensøkonomi	- Livsstilændringer - Modetendenser - Politiske forbrugere	- Nye markedsføringskanaler - Nyeste smykke teknologier	- Krav fra myndighederne om CO2 udslip	- Transfer pricing - Skattemæssige forhold - Patenter og varemærker

Kilde: egen tilvirkning

Porters Five Forces - Brancheanalyse

I forlængelse af den strategiske omverdensanalyse vil der nu blive gennemgået situationen i smykkebranchen ved brug af Porters Five Forces Modellen. Jf. metodeafsnittet er det vigtigt at afklare rivalisering i smykkebranchen, da en høj konkurrence presser selskabers indtjeningsmuligheder. De fem kræfter som påvirker et selskab i en bestemt branche er: rivalisering blandt eksisterende firmaer, truslen fra nye indtrængere og substituerende produkter, købernes og leverandørernes forhandlingsstyrke.

Princippet i modellen går ud på, at jo lavere styrke er af de ovennævnte faktorer, desto større er mulighederne for opnåelse af højere marginer for de selskaber der er i branchen. Det omvendte gælder hvis konkurrencestyrken er høj. I så fald vil ingen af spillerne i branchen kunne sikre sig en høj indtjening fra egne investeringer.

⁶⁶ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 13

Truslen fra nye indtrængere på markedet (lav/moderat)

Hvorfor udgør nye spillere på markedet en trussel? Normalt kommer nye indtrængere med forbedret teknologi, nye resurser og nye produktionsmetoder, hvilket kan påvirke forbrugernes præferencer og sætte nye standarder for de eksisterende spillere. Branchens attraktivitet for nye udbydere kan også ses i lyset af den vækst, der er på markedet. En høj branchevækst vil tiltrække flere udbydere, da det sikrer høj fortjeneste på kort sigt. For PANDORA drejer det sig om det kinesiske, indiske og amerikanske marked.

Sandsynlighed for opståen af nye spillere i en branche afhænger også af adgangsbarrierer. PANDORA opererer i en branche for håndforarbejdede brandede smykker. Overordnet set er det relativt nemt at starte sin smykkeproduktion, fordi der ikke kræves store fysiske rammer eller stor kapital. På trods af de relativt lave adgangsbarrierer til smykkemarkedet generelt, er det ikke det samme som at matche efterspørgslen efter brandede og kvalitetslavede smykker. Netop disse to kriterier sikrer PANDORA en stærk position på markedet og dermed god udsigt til indtjeningsmuligheder. Hertil kommer PANDORAs stordriftsfordele ved det førmtalte produktionsanlæg, som sikrer effektiv og miljøansvarlig produktion, jf. PESTEL-analysen. Således anses truslen fra nye indtrængere at være lav, da det på det globale plan vil være meget svært for en ny virksomhed at konkurrere med den største smykkeproducent i verden.

Hvis man ser på truslen fra et tættere markedsperspektiv, hvor lokale små og mellemstore smykkeproducenter kan kopiere PANDORAs varer, øges risikoen for at nye spillere vil kunne skade PANDORAs muligheder for indtjening. Dette er især kommet til udtryk i år 2017, hvor 6.000 ulovlige hjemmesider blev lukket pga. kopier af PANDORAs produkter.⁶⁷

Kundernes forhandlingsstyrke (lav)

I denne del af analysen vil det være relevant at se på sociokulturelle faktorer fra PESTEL-delen. Køberne kan forstærke konkurrencesituationen på markedet ved at sætte høje krav til varernes kvalitet fx pga. deres politiske holdninger eller kræve højere serviceniveau og yde pres på priserne. Højere krav til varens kvalitet mv. øger selskabets omkostninger, hvilket på den korte sigt kan påvirke indtjeningen negativt. Købernes forhandlingsstyrke afgøres via deres koncentration og indkøbsmængde. PANDORA står stærkt for salget af charms (57 pct. af omsætningen), hvilket øger dens følsomhed overfor udsving i charms-modetrenden.

PANDORAs kunder er opdelt i forhandlere og direkte forbrugere. Forhandlerne omfatter online-partnere, franchisetagere, mens direkte forbrugere går til PANDORA-ejede konceptbutikker (B2C). Her vurderes købernes forhandlingsstyrke at være lav, fordi PANDORAs brand er for stærkt og unikt til, at forbrugerne skulle ønske at skifte til en anden udbyder, som kunne tilbyde samme kvalitet til samme pris. Hvad

⁶⁷ <https://www.business.dk/detailhandel/kopister-angriber-pandora-som-aldrig-foer#>

franchisetagere angår, så anses det at være ligeledes lavt, da franchisetagerne skal leve op til PANDORAs krav samt føre den nødvendige prispolitik. Derudover oplyser PANDORA i sin seneste årsrapport, at de foretrækker at eje butikkerne selv, hvilket reducerer antallet af franchisetagere og dermed falder deres forhandlingsstyrke.

Leverandørernes forhandlingsstyrke (moderat)

Idet PANDORA har en vertikal integreret forsyningskædeorganisation, er det hovedsagligt indkøb af råvarer såsom guld, sølv, sten og diamanter, der kan have indflydelse på dens omkostninger.

I PESTEL-analysen blev der gennemgået, hvordan udviklingen i priserne på guld og sølv influerer på PANDORAs resultater. Som sagt vil en stigende pris på råvarer alt andet lige reducere PANDORAs indtjening. Derudover blev der gennemgået CSR-krav, som PANDORA stiller til sine leverandører. Risikoen fra leverandørerne stiger hvis der bliver opdaget, at den pågældende leverandør ikke lever op til kravene. Således skal man på kort tid finde en anden leverandør, hvilket kan være forbundet med højere pris. Da PANDORA afholder deres omkostninger til råvarer i USD og THB, kan man antage, at der også bliver købt guld i lokale thailandske forretninger. I 2017 stammede 97 pct. af indkøbt sølv fra genanvendte metaller og 74 pct. af guld var også genvandt. Materialerne og udstyr bliver købt rundt om i verden af forskellige leverandører, der matcher PANDORAs CSR kodeks.⁶⁸

PANDORA er således ikke afhængig af en bestemt leverandør, men samtidig er selskabets forhandlingsstyrke med leverandørerne begrænset til de udefra givne råvarepriser, som dannes på markedet. Derfor vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke at være moderat.

Truslen fra substituerende produkter (høj)

Substituerende produkter omfatter de varer, som direkte og indirekte kan erstatte køb af et smykke. Det kan fx være samme produkt til samme målgruppe, samme kategori af produkter, produkter der dækker samme behov og endda alle andre produkter. Teoretisk kan et gavekøb af PANDORAs armbånd erstattes af et besøg i teatret. PANDORA er således nødt til at være tilstedeværende og synlig for potentielle købere hele tiden, for at de dermed husker, at det er netop PANDORA, der er en god gave.

Substitutter er de varer, der begrænser markedspotentialet, når man ser på det fra prisstigningens synsvinkel. Substitutter sætter en øvre grænse på et produkts markedspris i en branche, hvilket ved stigende omkostninger vil reducere et selskabs profit. Derfor er det af betydning for selskabet at kunne

⁶⁸ Årsrapport, PANDORA, 2017, s. 19 og s. 30

differentiere sin vare eller forbedre kvaliteten, for at den stadig kan opnå højere indtjening og vokse på markedet.

Smykkemarkedet består af et utal af varer og producenter, der kan erstatte hinanden. Fx vil en sølv Bismarckkæde substituere en murstenslænke uanset producenten. Dette gør substituerende produkter farlige. For at undgå en hurtig erstatning i smykkebranchen er det som sagt nødvendigt at kunne gøre sig bemærket ved både kvalitet og brand. PANDORAs stærke brand kombineret med kvalitet og højdifferentierede produkter reducerer risikoen for, at selskabets varer bliver substitueret. Som tidligere omtalt i opgaven, så er 60 pct. af kunderne mænd, der køber gaver til sine kære. PANDORAs sortiment er bredt varieret og dækker de fleste behov inden for smykkeønsker. Hvis manden ikke har fundet et ønsket armbånd, kan han købe en ring i stedet for, som også tilhører PANDORA. Den nye strategi vil øge fokus på udviklingen og salget af øvrige kategorier ud over Charms og Armbånd, hvilket på sigt vil forstærke PANDORAs konkurrencesituation på markedet. Det er dog vigtigt at tilføje, at kvaliteten af produkterne skal matche prisen. I modsat fald vil det føre til, at forbrugerne erstatter PANDORA med enten billigere eller mere kvalitetsmæssige produkter.

Konkurrenceintensitet (høj)

En høj rivalisering på markedet fører til priskonkurrencer, stigende markedsføringsomkostninger og i visse tilfælde til nye investeringer. Alt dette sænker marginer for den pågældende branche. Smykkebranchen er et marked med mange små fragmenterede udbydere, hvor hovedparten ikke er brandede. Herved opnår PANDORA en stærk konkurrencefordel i forhold til de andre producenter. Konkurrenceintensiteten skal ses i forhold til situationen i det pågældende geografiske land eller region. Smykkemarkedet er fragmenteret i så høj en grad, at de fem største producenter har tilsammen kun en encifret procentdel af det globale marked.

På verdensplan konkurrerer PANDORA med andre globale mærker såsom Cartier, Swarovski (Chamilia) og Tiffany & Co. Den gunstige globale konkurrence har bidraget til, at PANDORA i dag er verdens største smykkeproducent. Selskabets produktion giver mulighed at producere fem gange så mange smykker som den næststørste spiller på markedet.⁶⁹ Dette gør det svært at konkurrere med PANDORA, da en øget produktion vil medføre langt højere omkostninger. Derfor kan truslen komme fra andre eksisterende konkurrenter, der kan differentiere sine produkter eller i højere grad tilpasse sig modetrenden. Smykkebranchen rummer også få større aktører, som har fokus på specifikke regioner i stedet for global

⁶⁹ <http://www.morningstar.dk/dk/news/166145/d%C3%A6kning-af-pandora-indledes-med-3-stjerner-og-en-lille-upside.aspx>

tilstedeværelse. Dermed vil regioner med høj vækst i smykkebranchen såsom Kina, Indien og USA opleve en højere grad af rivalisering end regioner med aftagende vækst.

PANDORA er ligeledes udsat for konkurrence på de lokale markeder. Niche smykkevirksomheder kan være en trussel mod så store selskaber som PANDORA, fordi de kan tilbyde eksklusive varer, som de producerer efter bestemt smag. Det kan de store standardiserede selskaber ikke pga. høje omkostninger ved små produktioner. For det danske marked kan her fx nævnes Pilgrim, JJ. Aagaard, Dyrberg Kern mv.

Slutteligt kan man afrunde, at PANDORA opererer på et marked med monopolistisk konkurrence som konkurrenceform. PANDORA skal således altid kunne forny sit sortiment løbende tilpasset de kulturelle geografiske områder og undgå total standardisering af sine varer.

Delkonklusion Porters Five Forces

Oversigt 5. Oversigt over brancheanalysen

Truslen fra nye indtrængere (lav/moderat)	Kundernes forhandlingsstyrke (lav)	Leverandørernes forhandlingsstyrke (moderat)
- Meget stor kapital for at konkurrere med verdens største smykkevirksomhed - Få brandede smykeselskaber. - Små nye virksomheder kan kopiere varerne.	- Reducerende antal af franchisetagere - Svært at finde anden mærkevare med tilsvarende pris/kvalitet forhold	- Råvareleverandører afhænger af markedspriser på råvarer, hvilket gør det svært at forhandle. - Certificerede leverandører begrænser valgmuligheder

Truslen fra substitutter (høj)	Konkurrenceintensitet (høj)
- Stort antal af produkter der kan dække den samme behov. - Stærk brand styrker positionen på markedet.	- Stærkt fragmenteret smykkemarked. - Konkurrenceintensitet er lige proportionel med branchevæksten på det pågældende marked.

Kilde: egen tilvirkning

Værdikædeanalyse

I denne del af den strategiske analyse bliver der set nærmere på de faktorer, som PANDORA kan skabe for kunden. Værdikæden er oprindeligt designet for produktionsvirksomheder, hvilket gør dens relevans for analysen af PANDORA mere værdifuld. Her bliver der kigget på selskabets aktiviteter indefra, og som det er nævnt i metodeafsnittet, bliver der afklaret PANDORAs konkurrencefordele samt svage og stærke sider af forretningen.

PANDORA arbejder målrettet på at få mere kontrol over hele værdikæden, og i 2017 har selskabet afsluttet sin organisatoriske ændring til de tre førnævnte regioner. Derudover opkøber selskabet franchise koncept-butikker, hvilket skal give større bidrag til fremtidens omsætning. Den intensive kontrol over egen værdikæde, giver PANDORA bedre styring og overblik over processer på tværs af regioner og afdelinger.

Værdikæden består af primære- og støtteaktiviteter, som ser sådan ud:

Billede 2: Værdikæde model



Kilde: mindtools.com

Fra billede 2 fremgår at primære aktiviteter er direkte forbundet med fremstilling og levering af et produkt. Støtteaktiviteter er de funktioner, som effektiviserer gennemførelse af primære aktiviteter. PANDORA har en fleksibel værdikæde i kraft af, at de selv ejer størstedelen af processerne, hvilket var omtalt tidligere i opgaven.

Primære aktiviteter

PANDORAs produktion starter med et fælles møde mellem teams fra design, produktion, markedsføring og detail for at kunne planlægge året. På mødet bliver der evalueret tidligere kollektioner, og der kommer nye input fra regioner og franchisetagere, som har et dybere kendskab til de lokale markeder. Dette giver PANDORA informationer om hvilke varer, farver og design, kunderne prioriterer mest. Derefter bliver disse informationer kombineret med viden om de globale trends inden for smykker og mode samt med oplysninger om de seneste innovationer indenfor smykkedesign. Yderligere bliver leverandører af maskiner og materialer også inddraget i designprocessen ved at komme med viden om nye teknologiske udviklinger.

Indgående logistik

PANDORAs indgående logistik omfatter aktiviteter omkring modtagelse, lagring og distribution af råvarer samt lagerstyring mv. For at kunne lave smykkerne, skal man bruge råvarer. PANDORA går op i at metaller skal være af høj kvalitet, og der bliver indkøbt guld, sterlingsølv, smykkesten, kulturperler, diamanter, muranoglas og emalje. Sølv er det mest anvendte materiale i PANDORAs produkter. 97 pct. af sølvkorn stammer fra genanvendte materialer mens resterende 3 pct. fra en ansvarlig minedrift. Hvad guld angår, så er fordelingen følgende: 74 pct. er genanvendt, og den resterende del indkøbes hos RJC certificerede leverandører. Leverandørerne bliver kontrolleret og screenet således, at de lever op til menneskerettighederne og miljøforhold. Den høje miljømæssige standard helt fra indkøbsfasen sikrer PANDORA en velbalanceret efterlevelse af selskabets kodeks.

Produktion⁷⁰

I denne del af værdikæden bliver råvarerne bearbejdet, designet og produceret. Effektivisering af produktionen starter med at designmedarbejdere skitserer en vision for kollektionen, hvor de arbejder tæt sammen med kollegaer fra Innovations Centre i Bangkok. Dette giver mulighed for at kunne skabe individuelle designs og indarbejde innovative koncepter. Derefter bliver smykkerne tegnet på en 3D print på Innovationscentret og sendes ud til fokusgrupper, som skal teste nye smykker på forbrugere. Design af hvert enkelt smykke analyseres med henblik på at tilrettelægge mest effektiv produktionsproces.

Knap 90 pct. af smykker bliver fremstillet i Thailand, hvor PANDORA har opnået stordriftsfordele via standardiserede, skalérbare og moderne produktionsmetoder. Resterende del af smykker fremstilles af nøje udvalgte eksterne leverandører i Thailand, Kina og Italien. Hvert enkelt smykke bliver håndforarbejdet, og der kan hurtigt opskaleres produktion af populære produkter. På produktionsanlæggene anvendes

⁷⁰ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 19-21

”lean”-principper, som hjælper på at reducere produktionstider. Normalt tager det omkring 11 måneder at udvikle en ny kollektion fra ide til færdiglavet produkt. PANDORA opererer dog med ”open capacity” i visse makroøkonomiske tilfælde, hvor fremstillingen kan reduceres til 4 måneder.

I 2017 blev der lanceret 54 nye øreringe, 62 nye ringe og 44 halskæder og vedhæng.

Udgående logistik

Her bliver færdiglavede produkter samlet og distribueret videre til kunderne. Produktionen bliver styret af efterspørgsel og af aktive prognoser samt af behov for at genopfylde varelagerne for de enkelte butikker. Distributionen til PANDORAs kunder er også ejet af selskabet. Fordelen ved den fuldt integrerede værdikæde er, at man får mulighed for at skabe balance i varelagre på tværs af hele værdikæden og sikre at de rigtige produkter er tilgængelige i de rette butikker. Dermed undgår man uhensigtsmæssige opbygninger af varelagre i butikkerne.

I 2017 blev selskabets spanske, belgiske og sydafrikanske distributører overtaget som led i PANDORAs strategi om at øge kontrollen over selskabets brand samt at styrke dets detailnetværk.⁷¹

Ved udgangen af 2017 havde PANDORA 2.446 konceptbutikker globalt, hvoraf 974 var PANDORA ejede.

Marketing og salg

Alle nye kollektioner følges med salgs- og markedsføringsmateriale som består af historien bag smykker og reklamer. Markedsføring starter mens designfasen er i gang. Inden lanceringen af kollektioner kommunikerer PANDORA med kunder via hjemmesider, Tv-reklamer, sociale medier (herunder via PANDORAs netværk af bloggere) samt dialog i fysiske butikker. Her lytter de til kundernes ønsker og bruger viden til at levere bedre oplevelser ved at videregive informationen til den pågældende led i værdikæden.

PANDORA er et højt brandet firma med en kendskabsgrad på 83 pct. i 2017. Selskabet har fokus på at give en personlig og relevant oplevelse til hver kunde med udgangspunkt i dens ønsker. En oplevelse som kunden ikke kan få hos konkurrenterne.

Ved udgangen af 2017 var der 10,7 mio. PANDORA CLUB medlemmer, 13 mio. følgere på Facebook og 250 mio. besøg på PANDORAs hjemmesider.⁷² PANDORA sælger sine smykker via eSTOREs, online-partnere, konceptbutikker og andre salgskanaler. Konceptbutikkerne er enten PANDORA-ejede eller

⁷¹ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2017/08/08/pandora-overtager-distributionen-i-spanien/13651988>

⁷² Årsrapport, PANDORA 2017, s. 20

franchisebutikker. Franchisetagere og regionale teams får smykkekollektioner nogle måneder før de bliver lancerede, hvilket giver mulighed for at mærke, om slutbrugerne kan lide kollektionen.

Selskabet prøver at skabe en god shopping oplevelse, uanset om man køber smykker online eller i en fysisk butik. Dog anses konceptbutikkerne for at være de bedste steder at handle, da man her får vejledning, inspiration og personlig rådgivning. Samtidig kan forbrugerne prøve og røre produkterne, hvilket styrker kundeloyaliteten og potentielt øger salget.

Service efter salg

PANDORA har en veludviklet kundeservice på tværs af grænser. På selskabets hjemmeside kan man finde informationer om smykkers vedligeholdelse, garanti samt reparationer og ombytning. Onlinekøb følger det pågældende lands lovgivning. I Danmark tilbyder PANDORA sine kunder en 30 dages returnering efter modtagelsen. PANDORA ROSE kollektion kan byttes i konceptbutikker, mens andre kollektioner kun kan returneres til eSTORE. Garantien gælder i 2 år, hvis varen var behæftet med fabrikationsfejl. Smykket bliver også erstattet af PANDORA, hvis den går i stykker inden for garantiperioden.⁷³

Støtteaktiviteter

Virksomhedens infrastruktur

Denne del af analysen omfatter de overordnede aktiviteter, der har til formål at støtte aktiviteter i værdikæden fx organisationsstruktur, ledelsessystem mv. Som det var tidligere nævnt, har PANDORA en vertikal forretningsmodel, hvor de selv styrer størstedelen af værdikæden. Dette medfører, at der er brug for at sikre en tættere kontakt mellem selskabets diverse afdelinger på tværs af primære aktiviteter, hvilket blev beskrevet i det forrige afsnit.

I 2016 gennemførte den nuværende CEO Anders Colding Friis en række omstruktureringer i selskabet med henblik på at øge effektiviteten og gøre det nemmere at kommunikere på tværs af afdelingerne. Der blev afskediget 100 ansatte, hvoraf 40 af dem var ansat i København.⁷⁴

Menneskelige ressourcer

PANDORAs medarbejdere er en af deres vigtigste CSR prioriteter, da koncernens succes altid har været afhængig af løbende udvikling af deres kompetencer samt af løbende rekruttering af nye talenter. HR-afdelinger sikrer, at der bliver tilbudt uddannelsesprogrammer, kurser for personlig udvikling og andre

⁷³ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 20

⁷⁴ <https://www.business.dk/detailhandel/pandora-topchef-mere-effektiv-organisation-koster-100-jobbet>

relevante kurser. De globale uddannelsesprogrammer fører medarbejdere fra hele verden sammen og dermed sikrer PANDORA en øget effektivitet, loyale medarbejdere samt forbereder den næste generation af ledere. I produktionsafdelingen i Thailand sikrer selskabets personalepolitik medarbejderne sunde arbejdsforhold, konkurrencedygtig løn og personalegoder. I 2017 startede bl.a. 19 ledere Life Leadership Programme, som indeholder et modul, der er udviklet og formidlet af Harvard Business School specielt til PANDORA.⁷⁵

Produkt og teknologiudvikling

Her ser man på PANDORAs evne til at udvikle og innovere sine produkter samt på produktionsmetoder. Selskabet benytter sig af brancheførende produktionsanlæg, som sikrer en god fleksibilitet og korte produktionstider. For gennemgang af produktudviklingsprocessen henvises der til produktionsafsnittet i starten af værdikædeanalysen.

Indkøb/Forsyninger

Indkøb og forsyninger adskiller sig fra indgående logistik ved at den del af værdikæden forbundet med anskaffelsen af materielle resurser og ikke umiddelbart med selve resurserne. PANDORAs situation med råvareforsyninger blev diskuteret under leverandørforhold i brancheanalysen. Det store antal af udbydere af sølv og guld på markedet gør det nemt for PANDORA at sikre en løbende forsyning med råvarer. Dog vil det være forbundet med øgede omkostninger, hvis råvareprisen stiger, eller hvis en leverandør falder fra. Som det er nævnt før, er PANDORA kun interesseret i leverandører med høje etiske standarder, hvilket reducerer potentielle valg af dem.

Delkonklusion: Værdikæde

PANDORAs høje integrerede værdikæde vurderes at være stærk og effektiv på tværs af aktiviteter. Værdikæden er vertikalt integreret, hvilket vil sige, at PANDORA opnår et helt overblik over aktiviteter fra produktion til endeligt salg. Dette hjælper på at opretholde balancerede varelagre, tilpasse produktionen til efterspørgslen og jævnlige udvikle nye smykkekollektioner.

Resurser og Kompetencer. VRIO Framework

VRIO står for Value, Rarity, Imitiability og Organization. Værktøjet bruges til at vurdere om PANDORA er i stand til at skabe en vedvarende konkurrencefordel på lang sigt via vurdering af resurser og kompetencer gennem fire kriterier: om den pågældende resurse/kompetence er værdiskabende for kunden, om den er sjælden og er svær at efterligne, samt om organisationen er klar til at udnytte og vedligeholde den

⁷⁵ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 34

pågældende konkurrencefordel. Ved brug af tidligere analyse af værdikæde kan opstilles følgende analyse af konkurrencefordelene:

Oversigt 5. VRIO Framework

Resurser og Kompetencer	Værdiskabende for PANDORA?	Sjælden/ dyr at efterligne?	Understøttelse af organisationen?	Konkurrencefordel?
<i>Indgående Logistik:</i> - Omhyggelig valg af certificerede leverandører	Ja, pga. bedre omdømme samt råvarekvalitet.	Ikke sjælden. Nemt at efterligne.	Via etisk indkøbspolitik.	Neutral.
<i>Produktion:</i> - Stordriftsfordele - Korte produktionstider	Ja, pga. Omkostningsbesparelser, hvilket øger resultater.	Delvist sjælden pga. høje kapacitetsomkostninger.	Via effektive medarbejdere og bæredygtig anlæg.	Midlertidig konkurrencefordel
<i>Udgående logistik:</i> - Distribution	Ja, kontrol over distributionen giver stærkere brand.	Sjældent, men kan efterlignes.	Opkøb af distributører i forskellige lande.	Midlertidig konkurrencefordel
<i>Marketing og salg:</i> - Brand	Ja, høj kendskabsgrad øger antallet potentielle kunder og dermed stigende forventninger til omsætningen.	Sjældent unik brand, som er meget svær at efterligne.	Via initiativer til at kommunikere med forbrugere.	Vedvarende konkurrencefordel.
<i>Service efter salg:</i> - Veludviklet kundeservice	Ja, da det giver glade kunder og dermed øget salg.	Nej	Overholdelse af lovgivningen.	Neutral
<i>Virksomhedens infrastruktur:</i> - Tæt og kort kontakt mellem diverse afdelinger	Ja, pga. øget effektivitet mellem afdelingerne.	Kriteriet er nemt at efterligne.	Ja.	Neutral.
<i>Menneskelige resurser:</i> - Personalepleje som en af de højeste prioriteter	Ja, bedre produktion via dygtiggørelse af personale mod et lavere lønniveau.	Nej, konkurrenterne kan implementere samme programmer for medarbejdere.	Opfyldt.	Midlertidig konkurrencefordel.
<i>Produkt- og teknologiudvikling:</i> - Brancheførende produktionsanlæg	Opfyldt.	Resursen er ikke sjældent og kan efterlignes.	Ja, pga. løbende monitoring af innovationen inden for branchen	Neutral.
<i>Indkøb og forsyninger:</i> - Global indkøbsfunktion	Ja, pga. stort antal af udbydere.	Kan nemt efterlignes.	Valg af etiske kanaler.	Neutral.

Kilde: egen tilvirkning

Oversigt 5 belyser en række resurser og kompetencer, som PANDORA har i sin værdikæde, hvilket kan sikre selskabet fremtidige konkurrencefordele. Hermed er det værd at bemærke, at den beskrivende virkelighed for PANDORA er statisk, dvs. nu og her. Fx udvikler og ændrer resurserne sig, så selskabet vil risikere at blive overhalet af konkurrenterne, hvis organisationen ikke holder øje med løbende fornyelse og værdiskabelse. Herunder skal det tilføjes, at PANDORAs konkurrencefordele ligger inden for produktion, distribution, brand og menneskelige resurser inkl. diversitet i bestyrelsens og ledelsens kompetencer. Af de nævnte er det kun PANDORAs brand der kan vurderes til at blive vedvarende konkurrencefordel, fordi det opfylder alle de fire kriterier. De tre øvrige er midlertidige konkurrencefordele, som på lang sigt kan efterlignes eller overhales af andre teknologier medmindre PANDORA bliver ved med at opretholde sine førende positioner på markedet.

Delkonklusion: SWOT

Afslutningsvis opsummeres her de ikke-økonomiske værdidrivere i en SWOT-analyse, som illustrerer PANDORAs styrker, svagheder, muligheder og trusler, jf. oversigt 6. Selve modellen blev omtalt i metodeafsnittet. Nedenstående forhold anses for at være de væsentligste forhold, som kan have indflydelse på PANDORAs fremtidige forretning med baggrund i de foretagne analyser.

Oversigt 6: SWOT

Styrker	Svagheder
1. Styrkelse af brandet via intensiv markedsføring 2. Stordriftsfordele 3. Velbalanceret varelager 4. Kontrol over distributionen 5. Fokus på CSR-politik 6. Kvalificeret arbejdskraft 7. Stigende kendskabsgrad på 83 pct.	1. Charms udgør stadig den største andel af omsætningen 2. Afhængighed af produktion i et geografisk område 3. Brandet som aktiv der vægter mest 4. Priserne kan ikke hæves uden at miste kunder pga. "tilgængelig luksus" strategi. 5. Høje CSR krav reducerer valget mellem leverandører.
Muligheder	Trusler
1. Ændring af modetendenser 2. Flere kollektioner på tværs af produktkategorier. 3. Forbedring af den økonomiske vækst 4. Vækst på nye markeder – Kina, Latinamerika og Indien. 5. Stigende e-handel	1. Valutakursrisici 2. Stigende råvarepriser 3. Politisk situation i Thailand. 4. Lavkonjunktur 5. Intensiv konkurrence 6. Kopivarer 7. Hurtige ændringer i forbrugernes præferencer.

Kilde: egen tilvirkning

Ud fra oversigten kan det konkluderes, at PANDORA besidder de nødvendige kompetencer til at imødekomme mulighederne og truslerne fra omverdenen. De mest stærke sider af selskabet er dets brand samt stor opmærksomhed på CSR, hvilket gør selskabet lidt mindre følsomt over for udsving i økonomien samt reducerer købernes forhandlingsstyrke. PANDORAs fokus på fremtidig udbygning af øvrige kategorier end charms, reducerer selskabets risiko for mistet indtjening i tilfældet af ændringer i forbrugernes præferencer. Fra de negative sider kan man nævne, at fremtidige pengestrømme kan blive negativt påvirket af valutakursudsving. Det er især udsving i USD og THB, der har indflydelse på PANDORA, idet en stor del af omsætningen og varekøb kommer fra disse to valutaer. Til de negative analyserede parametre kan der yderligere tilføjes PANDORAs valg af produktionsplaceringen i kun et land, hvilket gør selskabet meget følsomt over for den makroøkonomiske og politiske situation i Thailand. Afslutningsvis kan man sige, at PANDORAs strategi anses at være holdbar så længe der opretholdes organisk vækst på nye markeder samt så længe nye produktkollektioner falder i forbrugernes smag.

Regnskabsanalyse

Jf. Metodeafsnittet omfatter Fase 1 dernæst en regnskabsanalyse, som kan forklare årsager til værdiskabelsen i selskabet, og som der er søgt forklaring på gennem den strategiske analyse. Ved at gennemføre en rentabilitetsanalyse kan man se hvor PANDORA er nu mht. de faktorer, der driver den nuværende rentabilitet. Vækstanalysen kaster overblik over, hvorledes rentabiliteten og investeringer over tid ændrer sig. Dette lægges til grund for budgettering af den fremtidige vækst i selskabet.

Inden man går i gang med nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst, er det vigtigt at sikre, at regnskabstal er pålidelige, og derfor kigger man nærmere på revisors erklæringer og påtegninger i årsregnskaber. Efterfølgende bliver der skabt et overblik over PANDORAs økonomiske situation, og selskabets finansielle værdidrivere fremhæves. Værdi i et selskab skabes via drifts- og finansieringsaktivitet, hvilket gør det nødvendigt at analysere og re-klassificere posterne i årsregnskabet. Reformulering gør det muligt at sammenligne regnskabstal mellem årene.⁷⁶ Efter reformuleringen vil der foretages en nøgletalsanalyse af den historiske rentabilitet og vækst for periode 2013-2017.

Regnskabskvalitet

En analyse af regnskabskvalitet har til formål at forbedre pålidelighed af konklusionerne fra nøgletalsanalysen. Potentielle kilder til regnskabsmæssig støj kan komme frem pga. forvrængninger ved stivheden i regnskabsregler, tilfældige fejl i regnskabsmæssige skøn og/eller fra systematiske

⁷⁶O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", 2012, s. 157

rapporteringsvalg af ledelsen for at opnå specifikke mål. Det er specielt udbredt når ledelsen bliver præstationsaflønnet, hvilket er tilfældet med PANDORA, og som kan give ledelsen incitament til at påvirke overskuddet. Dette skal dog forhindres af revisorer. Det er PANDORA ledelsens ansvar at aflægge årsregnskaber uden fejlinformation, uanset om den skyldes besvigelser eller fejl. Områder med den højeste grad af vurdering af skøn er omsætning, skatter, hensatte forpligtelser, returnering af varer samt eventuelle forpligtelser. Således er det vigtigt, at uafhængige revisorer gennemgår årsregnskaber uden påtegninger og bemærkninger. Her skal de kontrollere om de førnævnte forhold er blevet indregnet efter de gældende regnskabsstandarder, og om de dermed opfylder de retsmæssige standarder.

Årsregnskaber 2013-2017 har alle været kontrolleret af det samme revisionsfirma Ernst & Young. Dette signalerer et godt forhold mellem PANDORA og revisionshuset, og samtidig styrker troværdigheden af de økonomiske resultater. Årsregnskaberne er udarbejdet efter International Financial Reporting Standards (IFRS), som er godkendt af EU og Årsregnskabsloven.

Efter gennemgang af revisors erklæringer for årsregnskaber for den analyserede periode, er der ikke blevet fundet forbehold eller supplerende oplysninger, der skulle give grund til mistanke om fejl. Årsregnskaber 2016-2017 indeholder yderligere dybdegående beskrivelser af de centrale forhold ved revisionen, som ligger til grundlag for revisionen af koncernregnskabet og årsregnskabet som helhed. Dermed blev de mest manipulationsfølsomme skøn revideret med ekstra indsats. Revisionshandlinger vedrørte omsætning og returvarer fra salg samt skatter.⁷⁷ Disse ekstra oplysninger for årsrapporter 2016-2017 om måden hvorpå der bliver foretaget revision og kontrol, øger regnskabets troværdighed og dermed sikkerhed om tallene og regnskabsmæssige skøn.

Derudover oplyses der, at PANDORA har implementeret alle nye eller ændrede regnskabsstandarder (IFRS) og fortolkningsbidrag (IFRIC), som er godkendt af EU med virkning for regnskabet 2017. Dog havde implementeringen ingen virkning på PANDORAs årsrapport. Ligeledes oplyser PANDORA, at der er flere nye og ændrede standarder til implementering frem til 2019, men ingen af dem forventes at have væsentlig indvirkning på PANDORAs årsrapport.⁷⁸

Reformulering af balance

Reformulering af balancen har til formål at afdække et selskabs evne til at skabe overskud. Metoden opdeler balancens poster i drifts- og finansieringsaktiviteter, og dermed laves der om på den normale opstilling efter likviditetskriterium for aktiver og lange- kortfristede forpligtelser. Således ser man på,

⁷⁷ Årsrapport PANDORA 2016, s. 141, 2017 s. 115

⁷⁸ Årsrapport 2017, PANDORA, s. 64

hvordan selskabet rejser kapital (finansieringsaktiviteter), og hvordan den rejste kapital skaber værdi (driftsaktiviteter).

For at lave en fin adskillelse mellem finansiering og driftsaktiviteter er det vigtigt at kende selskabets kerneaktivitet. PANDORAs kerneaktiviteter er fremstilling og salg af moderne smykker. Dette betyder, at PANDORAs balanceposter, der vedrører produktion og salg af produkter og tjenesteydelser tilhører driftsaktiver, mens resterende poster vil høre under finansieringsaktiviteter.

Bilag 1 viser den reformulerede balance. Her ses de omgrupperede balanceposter i hhv. drifts- og finansieringsaktiviteter.

PANDORAs driftsaktiver består af anlægskapital og arbejdskapital, som afspejler ledelsens aktivstyring. Anlægskapital er differencen mellem de langfristede driftsaktiver og langfristede driftsforpligtelser. Tilsvarende udgør arbejdskapital difference mellem kortfristede driftsaktiver og kortfristede gældsforpligtelser. Summen af anlægs- og arbejdskapital er PANDORAs nettodriftsaktiver (NDA). Selskabets kerneaktiviteter afhænger af selskabets materielle anlægsaktiver såsom grunde og bygninger, anlæg og maskiner og immaterielle aktiver, som omfatter goodwill, brand, kundeoplevelser, distributionsrettigheder, distributionsnetværk samt andre immaterielle aktiver.⁷⁹ Andre materielle aktiver omfatter software, som er en del af driften. Derfor klassificeres disse som værende en del af de langfristede driftsaktiver. En særlig post "udskudte skatteaktiver" hører ligeledes under langfristede driftsaktiver, da den opstår pga. forskelle i beregningen af driftsoverskuddet i den skattepligtige indkomst og det regnskabsmæssige overskud.⁸⁰

Kortfristede driftsaktiver omfatter varebeholdninger, tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser, andre tilgodehavender og tilgodehavende skatter. Tilgodehavender vedrører drift, og derfor indgår som driftsaktiv. Der kan dog være renter på tilgodehavender, men omfanget af dem er ikke beskrevet i årsrapporten, og derfor indgår hele beløbet i driftsaktiver.

Driftslikviditet, som normalt udgør mellem 0,5 – 2 pct. af omsætningen, er udeladt som likviditet i driftsaktiver, dermed beholdes hele posten som finansielt aktiv. Grunden til det er den manglende information, om der er begrænset råderet over likvide beholdninger samt størrelsen af beløbet i smykkebranchen.

Finansielle aktiver (FA) og finansielle forpligtelser (FF) anvendes i forbindelse med finansiering af driften og er afledte af finansieringsaktiviteter på kapitalmarkeder. PANDORAs finansielle aktiver består af finansielle

⁷⁹ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 75

⁸⁰ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 163

instrumenter, likvide beholdninger, andre langfristede og finansielle aktiver. Mens finansielle forpligtelser omfatter rentebærende gældsforpligtelse, finansielle instrumenter og kortfristet lån og anden gæld. De finansielle instrumenter vedrører styringen af de finansielle risici ved råvarepriser og valutaudsving, og de hører derfor til finansieringen af driften.⁸¹

Reformulering af resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse og balance danner et fundament for undersøgelsen af rentabilitet og vækst for PANDORA. Resultatopgørelsen reformuleres for at spore kilderne til selskabets totalindkomst (samlede overskud) ved at opdele det i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger.

Når man skal fastlægge den historiske rentabilitet, er det særdeles vigtigt at inkludere alle overskudskomponenter i den reformulerede resultatopgørelse. Denne fuldstændige resultatopgørelse kaldes for clean-surplus accounting, hvor bundlinjen bliver totalindkomst til ordinære aktionærer. Hvis man ikke inkluderer alle overskudskomponenter i resultatopgørelsen, ser man bort fra værdi, og værdiansættelsen vil derfor blive forkert.

I denne opgave ønsker man at fastlægge fremtidens rentabilitet, og derfor bliver der fokuseret på indtægter og omkostninger, der forventes at være tilbagevendende. Dermed kan man budgettere fremtidens permanente overskud. Det er ligeledes vigtigt at ekskludere ikke-tilbagevendende poster (usædvanlige poster), da disse vil give "støj" i prognoser af selskabets fremtidige overskud. Samtidig med opdeling af permanente og usædvanlige overskudsposter, foretages der en skatteallokering, hvor skat bliver fordelt på de forskellige overskudskomponenter.⁸²

PANDORA har en funktionsopdelt resultatopgørelse. En af de særlige poster ved reformuleringen er regulering af debitorer. Note 3.4/3.5 i årsrapporter viser PANDORAs fordeling af debitorer. Tab på debitorer er en driftsomkostning og indregnes i resultatopgørelsen under salgsomkostninger. Det er dog også en indtægtsreduktion, og derfor bliver den fratrasket fra omsætningen. Således vil ledelsen ikke kunne oppuste selskabets nettoomsætning. I de seneste årsrapporter oplyses der, at PANDORA ikke havde væsentlige tab på debitorer historisk set, men der vælges alligevel at regulere for posten, da det vil sikre et mere retvisende billede af nøgletal senere i opgaven.

De næste særlige poster vedrører afskrivninger, som er indregnet i produktionsomkostninger, administrationsomkostninger, distributionsomkostninger (afskrivninger på distributionsudstyr). Separerede

⁸¹ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 88

⁸² O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 171

afskrivninger giver mulighed for at udlede EBIDTA og derefter EBIT. Her er det vigtigt at kontrollere, om periodens afskrivninger ikke indeholder gevinster og tab ved salg samt nedskrivninger.⁸³

Inden man fratrækker skat på EBIT, skal man foretage en skatteallokering, fordi overskuddet fra selskabets drifts- og finansielle aktiviteter har begge skattekonsekvenser. Ved allokeringen beregner man skattefordelen på de finansielle omkostninger først, og derefter beregner man skatten af andet driftsoverskud. Skatteallokeringen og reformuleret resultatopgørelse vises i Bilag 2. Differencen mellem EBIT og skatten udgør NOPAT (permanent driftsoverskud fra salg efter skat).

De usædvanlige driftsposter omfatter PANDORAs forlig med SKAT, hvilket havde en engangseffekt på DKK 364 mio. i 2015 og blev indregnet i resultatopgørelsen. Forliget vedrører transfer pricing- revision for årene 2009-2014 og anses for at være en ikke-tilbagevendende post.⁸⁴

Den totale driftsoverskud (DO) bliver derefter korrigeret for dirty surplus poster, som er blevet direkte bogført på totalindkomstopgørelsen.

Reformulering af egenkapitalopgørelse

PANDORAs reformulerede egenkapital er vist i bilag 3, hvor egenkapitalen opdeles i transaktioner med ejerne (nettodividende) og totalindkomsten.

Formålet med at reformulere egenkapitalopgørelsen er at identificere totalindkomsten, da de fleste overskud i resultatopgørelsen ikke er opgjort til totalindkomsten og indeholder "dirty surplus" poster.

Ved reformuleringen kan man udlede transaktioner med aktionærerne kontra minoritetsinteresser og derfra udregne relevante nøgletal i senere analyse. PANDORAs egenkapitalopgørelser indeholder de nødvendige informationer om de "dirty surplus" poster, som omfatter valutakursreguleringer af kapitalandele i dattervirksomheder, dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter, aktuarmæssige gevinster og tab samt den tilhørende skat af anden totalindkomst.

Rentabilitetsanalyse – DuPont Model

På baggrund af de reformulerede balancer og resultatopgørelser, foretages der en rentabilitetsanalyse af PANDORA.

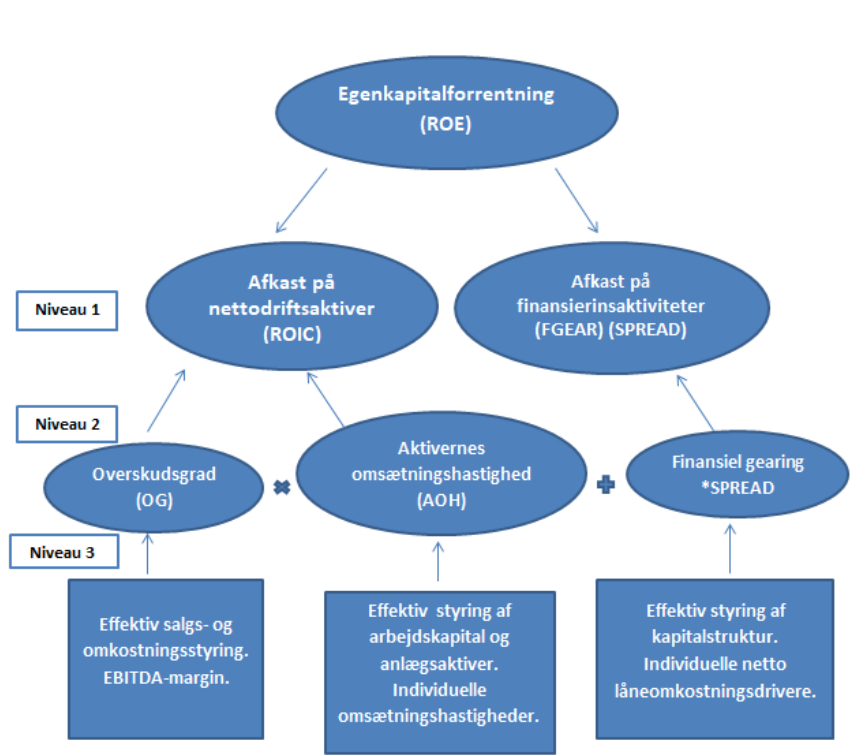
Formålet med analysen er at få et overblik over, hvor god er PANDORA til at skabe overskud og afkast til sine aktionærer med de resurser og aktiver, som PANDORA ejer. Analysen tager udgangspunkt i

⁸³ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 183

⁸⁴ Årsrapport, PANDORA 2016, s. 72

egenkapitalforrentningen og dekomponerer den historiske rentabilitet ved hjælp af DuPont pyramiden, som er vist i figur 3. Beregning af nøgletallene baseres på gennemsnitstal fra balancen, jf. bilag 1. Således afspejler de gennemsnitlige nøgletal driften over hele regnskabsåret.

Figur 3. ROE Model. DuPont Pyramiden.



Kilde: egen tilvirkning, O. Sørensen, figur 7.1 og J. Pratt⁸⁵

DuPont analysen tager udgangspunkt i en dekomponering af egenkapital i tre niveauer, jf. figur 3. På niveau 1 opdeles egenkapitalen i tre faktorer: afkast på nettodriftsaktiviteter (ROIC), finansiel gearing (FGEAR) og SPREAD som er forskellen mellem ROIC og den gennemsnitlige lånerente i pct., r .

På niveau 2 bliver ROIC dekomponeret i en overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Således kan man se hvor godt PANDORA er i stand til at anvende sine netto driftsaktiver til at skabe driftsoverskud.

Niveau 3 indeholder forklaringer til de underliggende drivere ved at analysere overskudsgraden og omsætningshastigheden.⁸⁶ Som det er vist i figuren, baserer ROE sig på tre vigtige værdidrivere: (1) effektiv salgs- og omkostningsstyring, som skaber værdi via stigning i EBITDA, som øger overskudsgraden og derfra stiger ROE. (2) Effektiv styring af anlægs- og arbejdskapital skaber værdi gennem forøgelse af aktivernes

⁸⁵ J.Pratt, "Financial Accounting in an Economic Context", 8th Edition, 2011, s. 201-202

⁸⁶ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 212

omsætningshastighed, som igen øger ROIC og dermed ROE. (3) Effektiv styring af kapitalstruktur kan forøge ROE gennem forøgelse af nøgletal for finansiel gearing. Men en høj gearing er forbundet med højere finansielle forpligtelser og dermed må føre til et lavere afkast på finansieringsaktiviteterne.

Niveau 1: Driftsaktiviteter, finansieringsaktiviteter og finansiel gearing

Egenkapitalforrentningen (ROE) afhænger af udviklingen i afkastet på driftsaktiver (ROIC), der måler hvor god PANDORA er til at skabe profit med de resurser, som selskabet er i besiddelse af. Jo mere effektivt resurserne bliver udnyttet, desto højere bliver ROIC og dermed stiger ejernes afkast ROE. ROE viser PANDORAS evne til at forrente ejernes kapital, efter at alle andre kapitalindskydere er blevet tilgodeset. Således har ROE en stor betydning for værdiansættelsen af selskabet. Her skal der bemærkes, at der ikke har været minoriteter på balancen, og derfor ingen omskrivning af beregningen af effekten af finansiel gearing.

Tabel 2. Niveau 1: Nøgletal PANDORA Koncern. 2017-2014

Nøgletal for PANDORA Koncern				
Niveau 1	2017	2016	2015	2014
ROE (NO/Gns.EK)	83%	96%	60%	54%
ROIC (DO efter skat/gns.NDA)	58%	72%	63%	64%
Finansiel gearing				
FGEAR (Gns.NFF/Gns.EK)	46%	28%	5%	-12%
r (NFO/Gns.NFF)/RONFA	3%	-10%	109%	-19%
SPREAD (ROIC-r)	55%	82%	-47%	83%
ROE = (ROIC)+(FGEAR*SPREAD)	83%	95%	60%	54%

Kilde: egen tilvirkning

På niveau 1 vises afkastet ROE gennem ROIC. Fra tabellen fremgår, at der har været en meget høj egenkapitalforrentning over hele perioden. ROE er steget med 29 pct. point siden 2014, som svarer til en stigning på 54 pct. Grunden til stigningen i ROE kan ses i den stigende totalindkomst til ordinære aktionærer(NO), som fra 2014 til 2017 er steget med 52 pct., jf. den reformulerede resultatopgørelse.

Tværtimod har afkast på driftsaktiver (ROIC) vist en nedadgående trend, og er faldet med 6 pct. point fra 2014 til 2017, med det laveste niveau i 2017 (58 pct.). Grunden til den aftagende udvikling kan ses i at stigningen i driftsoverskuddet fra den reformulerede resultatopgørelse ikke udvikler sig i samme takt som stigningen i nettodriftsaktiverne - NDA. Fra den reformulerede balance fremgår det at de gennemsnitlige

nettodriftsaktiver, som står i nævneren, er steget med 63 pct. fra 2014 til 2017. Således bliver ROIC-brøkken trukket ned, da stigningen i driftsoverskuddet efter skat "kun" er 48 pct. for samme periode.

En stigende ROE på trods af aftagende ROIC kan dermed skyldes en høj gearing, jf. ROE formelen $ROE = ROIC + (FGEAR * SPREAD)$. Finansiell gearing (FGEAR) måler forholdet mellem finansielle forpligtelser og egenkapital. Dermed udtrykker tallet i hvor stor udstrækning selskabet er finansieret med gæld. Derfor har tallet en selvstændig interesse for potentielle investorer, fordi gearing er forbundet med risiko. PANDORAs negative FGEAR i år 2014 forklares ved at de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser har været "negative", dvs. der er tale om netto finansielle aktiver. Dette betyder at PANDORA i 2014 har haft højere likvide beholdninger end finansielle forpligtelser, og dermed har selskabet fået et positivt afkast på finansieringsaktiviteterne, RONFA.⁸⁷ De højere rater for FGEAR fra år 2015 til år 2017 skyldes optagelsen af langfristede lån, hvilket øger PANDORAs netto finansielle forpligtelser væsentligt. Optagelsen af de langfristede lån skete i forbindelse med udvidelsen af produktionsanlæg i Thailand under den omtalte periode, jf. strategiafsnittet.

PANDORAs netto låneomkostninger, r , har udvist en meget ujævn udvikling over analyseperioden. I 2014 falder ROE under ROIC, hvilket er et tegn på, at PANDORA er mere rentabelt på sine driftsaktiviteter end på at finansiere sig med fremmed kapital. I 2015, hvor SPREAD er negativ (-47%), ligger ROE (60%) igen under niveauet for ROIC (63%). Dette betyder, at PANDORA tjener mere på sin driftsaktivitet, end på sin gæld. Den normale udvikling gælder for årene 2016-2017, hvor ROE overstiger ROIC, hvilket betyder, at det har været rentabelt at geare, da det har haft en positiv indflydelse på ROE.

Her skal det bemærkes, at PANDORA kontrollerer sin kapital ved at følge forholdet mellem nettorentebærende gæld og EBITDA. Der skal tages hensyn til de gældende skattelovgivninger med evt. renteloftsregler. Det er koncernens politik, at nøgletallet skal ligge mellem 0 og 1 på 12 måneders løbende basis. Således sikrer PANDORA sine aktionærer et konkurrencedygtigt afkast samt opfyldelse af forpligtelser iht. låneaftalerne med bankerne. Nøgletallet har ligget indenfor det fastsatte interval i årene 2015-2017, mens nøgletallet har været negativt i perioden 2013-2014.⁸⁸

Niveau 2: Dekomponeret ROIC

ROIC (Return on invested capital) viser, hvor god PANDORA er til at skabe overskud i forhold til den investerede kapital, dvs. ift. nettodriftsaktiver i den reformulerede balance. ROIC dekomponeres i overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH), som er vist i figur 3. Overskudsgraden

⁸⁷ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 213-214

⁸⁸ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 10, s. 87

angiver hvor stor en andel af en krones salg i *gennemsnit* tilfalder selskabets investorer (ejere og kreditorer). Aktivernes omsætningshastighed udtrykker, hvor hurtigt selskabets aktiver i *gennemsnit* bliver omsat til salg. Nøgletallet svarer dermed på spørgsmålet, hvor meget salg der genereres pr. krone kapital investeret i selskabet. Størrelser af overskudsgrader og omsætningshastigheder afhænger af den pågældende branche.⁸⁹

Tabel 3. Niveau 2: Nøgletal PANDORA Koncern. 2017-2014

Nøgletal for PANDORA Koncern				
Niveau 2	2017	2016	2015	2014
ROIC (OG*AOH)	58%	72%	63%	64%
OG (DO/Oms.)	25%	29%	26%	32%
AOH (Oms./Gns.NDA)	2,35	2,44	2,42	2,01

Kilde: egen tilvirkning

Tabel 3 viser udviklingen i ROIC, som er produktet af OG og AOH for PANDORA koncernen for periode 2014-2017. Udviklingen i ROIC blev omtalt ovenfor i opgaven. Overordnet set har overskudsgraden været aftagende over hele analyseperioden og faldt med 23 pct. fra 2014 til 2017, hvilket har påvirket ROIC negativt. PANDORA har genereret 32 øre i overskud pr. krones omsætning i 2014, men i 2017 faldt overskuddet til 25 øre.

En mindre stigning i overskudsgraden på 3 pct. point skete i 2016. Den blev drevet af stor stigning i NOPAT (+32%), som kan ses i den reformulerede resultatopgørelse. En del af forklaringen på den højere stigning i overskudsgraden i 2016 skyldes bl.a. den ekstraordinære nedsættelse af driftsoverskuddet i år 2015 - som følge af den indgåede aftale med SKAT, som reducerede driftsoverskuddet med 364 mio.kr.

PANDORAs AOH har været overordnet set stigende mellem 2014 og 2017. Den forbedrede kapitaltilpasning mellem 2014-2016 har bidraget positivt til ROIC. For AOH gælder, at jo lavere de gennemsnitlige nettodriftsaktiver, som står i "nævneren", er, desto højere er omsætningshastigheden. PANDORA kunne skabe 2,01 kr. salg pr. 1 krone kapital investeret i selskabet i 2014. Det højeste AOH faldt i 2016, hvor der var genereret 2,44 kr. salg pr. 1 krone investeret kapital. Det sidste år har PANDORA genereret 2,35 kr. salg pr. 1 kr. investeret kapital, hvilket er 0,9 pct. point lavere end i 2016, hvorfor ROIC påvirkes negativt.

⁸⁹ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 216-217

Der eksisterer en negativ korrelation mellem OG og AOH, dvs. brancher med høje OG har lave AOH og omvendt.⁹⁰ Dette kan også ses ud fra selve formlerne da den samme faktor "omsætning" står i nævneren i brøken for overskudsgraden og i tælleren i brøken for aktivernes omsætningshastighed. Dvs. en stigende omsætning trækker OG ned, og samtidig stiger AOH, da tæller bliver højere.

Den intuitive forklaring på den negative sammenhæng ligger i de strategiske implikationer. Selskaber, som er udsat for hård konkurrence, vil være nødt til at sænke priserne for at kunne klare sig på markedet, hvilket medfører et faldende driftsoverskud. En måde at undgå den hårde konkurrence er differentieringsstrategi. PANDORAs mission og fokus på sin brand udtrykker, at selskabet benytter sig af den type strategi. PANDORAs målgruppe er nemlig bred, og der bliver udbudt unikke produkter. Som udgangspunkt giver dette PANDORA mulighed for selv at påvirke overskudsgrader pga. manglende konkurrencebegrænsninger. Dog er det ikke tilfældet nu, da PANDORA operer på et marked med intensiv konkurrence, jf. Porters Five Forces analyse. Den manglende indtjening skal derfor indhentes via omsætningshastigheder, som er udtryk for kapitaltilpasning.

PANDORA er et selskab med stadig organisk vækst på flere nye markeder, og derfor kan der forventes en stigende omsætningshastighed på sigt. PANDORAs seneste investeringer i nye innovative produktionsanlæg peger også i retning af, at PANDORA kommer til at holde strategisk fokus på AOH for at opnå en forbedring af OG.

Niveau 3: Analysen af overskudsgraden og omsætningshastigheden

På niveau 3 dekomponeres overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed i yderligere faktorer, som kan give forklaring på de bagvedliggende drivere til de overordnede faldende overskudsgrader og stigende omsætningshastigheder.

Man starter med at dekomponere overskudsgraden. Hovedparametrene er EBITDA-, EBIT- og NOPAT-marginer, hvilke beregnes på baggrund af den reformulerede resultatopgørelse. EBITDA udtrykker overskud før renter, skat, afskrivninger og amortiseringer.

Det næste vigtige nøgletal er EBIT, som står for overskud før renter og skat. Det sidste nøgletal er NOPAT-margin, som udtrykker lønsomhed i selskabet fra at handle med kunder og leverandører, dvs. nøgletallet

⁹⁰ O. Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 218

relaterer sig til selskabets kerneaktivitet. Den sidste hovedparameter i den samlede overskudsgrad vedrører usædvanlige driftsoverskudposter.⁹¹

Tabel 4. Niveau 3: Nøgletal PANDORA Koncern. 2017-2014

Nøgletal for PANDORA Koncern				
Niveau 3	2017	2016	2015	2014
<i>Drivere for Overskudsgraden</i>				
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%
Produktionsomkostninger	-25,0%	-24,5%	-26,7%	-29,0%
Salg-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-29,2%	-27,4%	-27,0%	-25,2%
Administrationsomkostninger	-8,4%	-9,1%	-9,2%	-9,8%
EBITDA-margin	37,3%	39,1%	37,1%	36,0%
Afskrivninger	-3,2%	-2,5%	-2,4%	-1,9%
EBIT-margin	34,2%	36,4%	34,7%	34,2%
Skat på EBIT	-8,4%	-7,7%	-8,5%	-6,9%
NOPAT margin	25,8%	28,6%	26,3%	27,3%
Valutakursregulering/dirty surplus	-1,50%	0,60%	1,49%	4,49%
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	0,48%	0,23%	0,14%	-0,15%
Aktuarmæssige gevinster/tab	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Skat anden indkomst	-0,11%	-0,05%	0,13%	0,04%
Usædvanlige driftsposter, efter skat	0,0%	0,0%	-2,2%	0,0%
Samlet overskudsgrad	25%	29%	26%	32%

Kilde: egen tilvirkning

Tabel 4 viser udviklingen i finansielle drivere i procent af nettoomsætningen, som ligger bag overskudsgraden. På niveau 2 kunne man konkludere, at OG har været faldende overordnet set fra 2014-2017. På niveau 3 kan vi se de poster, som trak udviklingen ned.

Det første nøgletal man undersøger er EBITDA-margin. Som sagt udtrykker nøgletallet et forhold mellem nettoomsætningen og omkostningerne. PANDORAs EBITDA-margin har været stigende over hele perioden udover et lille fald på 1,7 pct. point fra 2016 til 2017. Faldet skyldes primært ugunstige valutakursudsving, som påvirkede nøgletallet negativt. Dog ligger nøgletallet i 2017 stadig på et højere niveau (+1,3%) end i 2014. Stigningen for nøgletallet mellem 2014-2016 skyldes faldende vækst i produktions- og administrationsomkostninger (-4 pct. point hhv. -1,4 pct.point), som kunne opveje stigningen i markedsføringsomkostninger (+4 pct.point). Stigningen i salgs- og distributionsomkostninger hænger sammen med overtagelsen af de nye distributionskanaler, hvor PANDORA har overtaget yderligere 376 konceptbutikker i 2017. De højere omkostninger i PANDORA-ejede butikker vedrørte således primært

⁹¹ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 220-222

ejendoms-og personaleomkostninger. Markedsføringsomkostninger har ligeledes bidraget negativt til væksten i EBITDA-marginen i 2017, bl.a. fordi PANDORA havde stigende udgifter til digitale medier.⁹²

Nøgletal EBIT-margin, som viser indtjening fra driften, har været stigende i perioden 2014-2016, hvor et fald ses i år 2017, som følge af stigende afskrivninger.

PANDORAs lønsomhed fra kerneaktiviteten har været aftagende, hvilket fremkommer af NOPAT-marginen. Fra 2014 til 2017 faldt marginen med 1,5 pct. point. Skat på EBIT har været medvirkende til faldende NOPAT og dermed til reduceret OG i 2017. Grunden til den stigende skatteomkostning er den nye skattereform i USA, der blev vedtaget i december 2017 samt hjemtagelse af udbytte relateret til indtjening før 2013 fra PANDORA Co LTD i Thailand.⁹³

Overskudsgraden blev ligeledes påvirket negativt af det indgåede forlig med SKAT i 2015. Dette har haft en negativ engangseffekt i 2015. Valutakursudvikling har ydet en negativ effekt med -1,5 pct. på OG i 2017.

For at kunne analysere PANDORAs formuetilpasning, bliver aktivernes omsætningshastighed dekomponeret i flere faktorer. Som det er nævnt før, er AOH den anden driver bag ROIC og består af anlægs- og arbejdskapital. Det er inverse hastigheder, man kigger på, hvilket skal tolkes som det antal øre, der er bundet i arbejdskapitalen til at skabe en krones salg. Det er dermed en fordel, hvis tallene bliver lavere, da dette betyder, at man bruger mindre kapital til at skabe en krone salg.

Det er et trade-off for mange selskaber at minimere varebeholdninger og samtidig have et bredt varesortiment. Således handler det om selskabets evne til at balancere og effektivt tilpasse kapital til de behov, som omverdenen stiller overfor det.⁹⁴

⁹² Årsrapport, PANDORA 2017, s. 52

⁹³ Årsrapport, PANDORA 2017, s. 8

⁹⁴ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 223-225

Tabel 5. Niveau 3: Nøgletal PANDORA Koncern. 2017-2014

Nøgletal for PANDORA Koncern				
Niveau 3	2017	2016	2015	2014
<i>Drivere for Aktivernes omsætningshastighed. Inverse: (1/AOH)</i>				
Gns. NDA/Omsætning	42,6%	41,0%	41,3%	49,8%
Varebeholdninger/Omsætning	12,0%	12,6%	12,1%	13,3%
Tilgodehavender fra salg/Omsætning	8,0%	7,5%	7,4%	8,4%
Andre tilgodehavende	3,3%	3,8%	3,6%	4,7%
Tilgodehavende indkomstskatter	0,6%	0,7%	0,7%	0,4%
Leverandørgæld	-7,3%	-7,3%	-6,4%	-5,6%
Skyldig selskabsskat	-2,5%	-2,1%	-2,8%	-5,0%
Anden gæld	-4,5%	-4,9%	-4,9%	-4,9%
Gns. Arbejdskapital/Omsætning	9,7%	10,3%	9,6%	11,3%
Goodwill/Omsætning	13,4%	12,3%	13,5%	16,7%
Brand/Omsætning	4,6%	5,2%	6,3%	8,8%
Distributionsnetværk/Omsætning	0,7%	1,0%	1,4%	2,4%
Distributionsrettigheder/Omsætning	4,9%	5,3%	6,3%	8,7%
Andre immaterielle aktiver/Omsætning	4,4%	3,9%	3,3%	3,0%
Immaterielle aktiver/omsætning	28,0%	27,7%	30,8%	39,6%
Grunde og bygninger/Omsætning	2,8%	2,4%	1,7%	2,0%
Anlæg og maskiner/Omsætning	5,3%	4,6%	3,5%	2,6%
Materielle aktiver under opførelse/Omsætning	0,9%	0,5%	0,6%	0,4%
Udskudte skatteaktiv/Omsætning	4,0%	4,5%	3,8%	2,9%
Materielle aktiver/Omsætning	13,0%	11,9%	9,7%	7,9%
Hensatte forpligtelser (øvrige forpligtelser)/Omsætning	-0,9%	-0,9%	-0,7%	-0,5%
Hensatte forpligtelser (Returvarer)/Omsætning	-3,3%	-4,5%	-4,7%	-4,7%
Udskudte skatteforpligtelser/Omsætning	-2,0%	-1,9%	-2,5%	-3,8%
Andre langfristede forpligtelser/Omsætning	-1,9%	-1,6%	-0,7%	0,0%
Langfristede driftsforpligtelser/Omsætning	-8,1%	-8,9%	-8,6%	-9,0%
Gns. Anlægs kapital/Omsætning	32,9%	30,7%	31,9%	38,6%

Kilde: egen tilvirkning

Tabel 5 viser PANDORAs omsætningshastigheder for arbejds- og anlægskapital fordelt på den respektive balancepost. Det ses af tabellen, at PANDORA har formået at reducere sin arbejdskapital fra 11,3 øre i 2014 til 9,7 øre i 2017 for at skabe en krone omsætning. Den gunstige udvikling kan ses som følge af PANDORAs forbedrede varebeholdninger samt inddrivelse af gæld af sine tilgodehavender på aktivernes side. Den stigende leverandørgæld på passivernes side bidrager ligeledes positivt til den reducerede gennemsnitlige arbejdskapital, dog er det et tegn på, at PANDORA bruger sine leverandører som en

finansieringskilde. Stigningen i leverandørgælden mellem 2014-2017 skyldes primært det højere aktivitetsniveau, som er forbundet med åbningen af nye butikker samt IT-investeringer.⁹⁵

Udviklingen i de inverse omsætningshastigheder for anlægskapitalen har ligeledes været positiv set over hele perioden. Et kontinuerligt fald fra 38,6 øre til 30,7 øre, hvilket svarer til -20 pct., skete fra 2014 til 2016, hvilket var primært drevet af faldende omsætningshastighed i immaterielle aktiver. Det er især de reducerede omsætningshastigheder for goodwill, brand og distributionsrettigheder, der har bidraget mest til forbedring af den gennemsnitlige anlægskapital pr. en krones salg fra 2014 til 2016.

Den gennemsnitlige anlægskapital stiger dog med 7 pct. fra 2016 til 2017. Stigningen udtrykker øgede investeringer og er hovedsagligt drevet af udviklingen i omsætningshastigheden for materielle aktiver. Denne er nemlig forøget fra 11,9 øre til 13 øre for at skabe en krone salg, hvilket svarer til en stigning på 9 pct. De øgede investeringer skyldes de nye produktionsanlæg i Thailand, jf. det strategiske afsnit. Langfristede driftsforpligtelser har ligget i et interval mellem 8 pct. og 9 pct. og vurderes ikke at have den store udvikling på den gennemsnitlige anlægskapital.

Heraf kan der konkluderes, at de reducerede omsætningshastigheder for både arbejds- og anlægskapital har ydet et positivt bidrag til udviklingen i ROIC.

Vækstanalyse

PANDORAs rentabilitetsanalyse klarlagde niveauet for de nuværende drivere bag ROIC - udtrykt i procent af omsætningen. Dette bliver også kaldt for common-size analyse. Det er dog en nødvendighed at kunne se udviklingen i de relative nøgletal for at kunne lave budgetteringen senere i opgaven, hvorved en vækstanalyse bliver til et relevant værktøj. Vækstanalysen fokuserer på de relative ændringer i rentabiliteten samt på væksten i investeringer over tid og angiver dermed trenden for udviklingen.⁹⁶

Nedenfor er de væsentligste hovednøgletal for vækst illustreret.

⁹⁵ Årsrapport, PANDORA, 2016, 2017, s. 73, 54

⁹⁶ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 235

Tabel 6. Vækstanalyse for PANDORA Koncern

Vækstanalyse for PANDORA Koncern				
Vækstrater ift. forrige år	2017	2016	2015	2014
Salgsvækstrate	12,3%	21,2%	40,2%	32,5%
Vækst i DO	-6,0%	37,9%	14,3%	119,1%
Vækst i gns. NDA	17,0%	20,0%	16,1%	
Vækst i gns. EK	2,9%	-1,8%	-2,4%	
Vækst i gns. NFF	66,7%	458,1%	-141,4%	
OG (DO/Oms.)	25%	29%	26%	32%
ROIC	58%	72%	63%	64%
ROE	83%	96%	60%	54%
Residualoverskud = nettooverskud t - (re*EK t-1)				
RI ved ejernes afkastkrav (10 %)	4.828	5.569	3.265	2.976
Ændring i RI, 10 %	87%	171%	110%	
RI ved ejernes afkastkrav (50 %)	2.110	3.114	452	391
Ændring i RI, 50 %	68%	689%	116%	

Kilde: egen tilvirkning

I tabel 6 er vist udviklingen for vækstrater for udvalgte poster ift. det forrige år. Således kan man se de relative ændringer i posterne. I perioden 2013-2015 har salgsraten været stigende, hvor den højeste ændring på 40,2 pct. skete i 2015. Dette indikerer, at PANDORA har været i kraftig vækst. Salgsvæksten er dog faldet i årene 2016 – 2017 til 21,2 pct. hhv. 12,3 pct., hvilket kan betragtes som en mulig "vej til steady state".

Vækst i driftsoverskuddet (DO) har været ujævn over hele perioden. En negativ vækst på 6 pct. i 2017, som følge af den negative udvikling i valutakurser, har bidraget til lavere overskudsgrad (OG) jf. rentabilitetsanalysen. I 2014 har PANDORA oplevet en kraftig vækst på 119,1 pct. i driftsoverskuddet med en relativ lavere vækst i omsætningen på 32,5 pct. Dette kan sammenholdes med de gunstige valutakursudsving i 2014 samt reducerede omkostninger, som blev belyst i rentabilitetsanalysen.

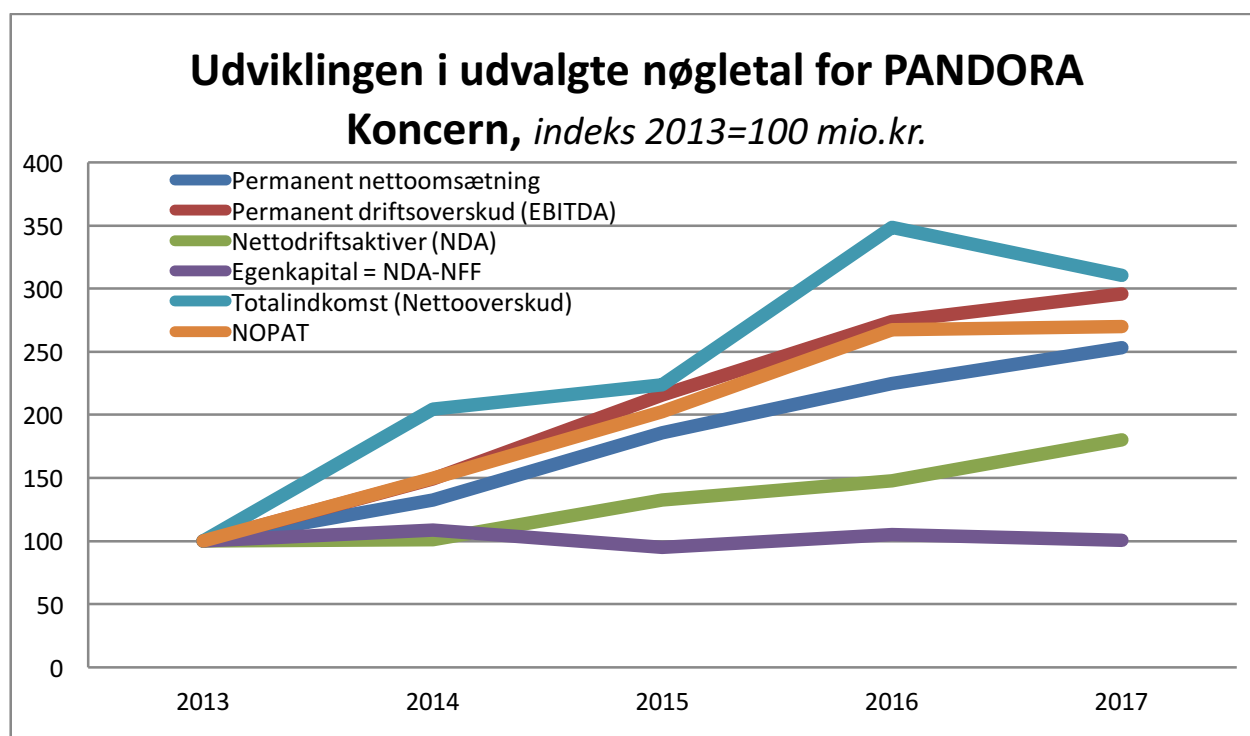
Den gennemsnitlige vækst i nettodriftsaktiver (NDA) har udvist en mere konstant stigning med den største ændring på 20 pct. i 2016. Idet NDA ligger i "tælleren" af ROIC, vil udviklingen i det nøgletal have en direkte indflydelse på afkastet på den investerede kapital. Således at en stigende vækst i NDA med en faldende vækst i DO, som ligger i "tælleren" af ROIC, får en negativ indvirkning på ROIC og omvendt. Heraf kan man sige, at faldet i ROIC i 2017 skyldes en faldende vækst i DO samt mindre vækst i NDA. En bedre udvikling ses i 2016, hvor væksten i DO overstiger væksten i NDA, og dermed bidrager til en stigende ROIC.

Vækst i den gennemsnitlige egenkapital har været aftagende i perioden 2015-2016, mens i 2017 blev udviklingen vendt til en positiv udvikling og udgjorde 2,9 pct. En stigende ROE i perioden mellem 2014-2016, sammenholdt med negativ vækst i egenkapitalen, er et tegn på, at PANDORA tjener penge på den stigende totalindkomst, som er afledt af stigende driftsoverskud, jf. den reformulerede resultatopgørelse.

Tabellen viser også residualoverskud for afkastkrav på 10 pct. hhv. 50 pct. Residualoverskud er det beløb, som nettooverskuddet overstiger kapitalomkostningerne (re) på den bogførte værdi af ejernes egenkapital (EK t-1) og måler dermed periodens tilvækst i egenkapitalen ud over det, der kræves for at dække kapitalomkostningerne re.⁹⁷ PANDORA har oplevet vækst i RI over hele den analyserede periode. Væksten er dog aftagende for både et afkastkrav på 10 pct. og på 50 pct. Grunden til der bliver valgt afkastkrav på 10 pct. og 50 pct. er blot for at kunne foretage vækstanalyse og vise, at PANDORA er et selskab i vækst. Det rigtige forventede afkastkrav WACC vil blive beregnet senere i afhandlingen.

For at se nærmere på udviklingen i PANDORAs nøgletal og få en fornemmelse af hvordan de vil udvikle sig, er det en nødvendighed at lave en trendanalyse. Bilag 4 viser den totale trendanalyse for resultatopgørelse og balance, mens diagram 7 opsummerer udviklingen i udvalgte nøgletal for PANDORA koncernen.

Diagram 7. Trendanalyse for PANDORA Koncern



Kilde: Bilag 4. Egen tilvirkning.

⁹⁷ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 35, 227

Diagram 7 viser en trendanalyse for udviklingen i nettoomsætning, EBITDA, nettodriftsaktiver, egenkapital, totalindkomst og permanent driftsoverskud fra salg efter skat - NOPAT. Trendanalysen er lavet som indekstal, hvilket har den fordel, at man ser på de relative ændringer i procentpoint ift.

sammenligningsåret, som er 2013 i figuren. Her skan man være opmærksom på, at indekstal fjerner muligheden for at sammenligne niveauerne og kun giver svar på de relative ændringer.

Ud fra diagrammet kan man konkludere, at der er en stor trendmæssig stigning i alle nøgletal bortset fra egenkapitalen, som har en meget lille stigning fra 2013 til 2017 på 0,8 procentpoint, som svarer til et fald på 6 pct., jf. bilag 4. Man lægger mærke til, at stigningen i totalindkomsten 2016-2017 oplever et fald, hvilket har bidraget til et lavere ROE, jf. forrige afsnit. Ligeledes er der en meget lille stigning (+1 pct) i NOPAT for samme periode. Den store stigning i NDA fra 2016 til 2017 kan tilskrives investeringerne i anlægskapital, jf. den reformulerede balance.

Ud fra de ovenstående analyser kan man udlede, at PANDORAs egenkapitalforrentning har været primært drevet af væksten i nettodriftsaktiverne, samt at stigende ROE kommer fra et forbedret ROIC som følge af forbedrede omsætningshastigheder.

Delkonklusion: Regnskabsanalyse

Den historiske regnskabsanalyse startede med en gennemgang af regnskabskvaliteten, der ligger til grund for reformuleringen af PANDORAs resultatopgørelser og balancer for periode 2013-2017. Under analysen af regnskabskvaliteten er man kommet frem til, at der har været ændringer i regnskabsstandarder, men disse har ikke haft en væsentlig indflydelse på selskabets årsrapporter.

Under reformuleringen af resultatopgørelser blev der fundet en usædvanlig engangsdriftspost fra forliget med SKAT i 2015. Engangsposten er blevet separeret ud og den skal ikke have indflydelse på fremtidig budgettering. Ligeledes blev der korrigeret for debitorer. PANDORA har oplevet mere end en fordobling af omsætningen, hvilket i kombination med faldende administrations- og produktionsomkostninger har givet en stigende EBITDA. Selskabet har dog stigende salgs- distributions-, og markedsføringsomkostninger, som i 2017 udgjorde allerede en tredjedel af omsætningen.

Fra den reformulerede balance fremgår, at PANDORA har dobbelt så mange immaterielle aktiver som materielle. Goodwill udgør den største post under aktiverne, hvilket primært skyldes tilkøb af virksomheder og aktiviteter. Alene i år 2017 har PANDORA købt aktiviteter og konceptbutikker i Spanien, Gibraltar, Andorra, Belgien, Luxemburg, Afrika mv. Goodwill består primært af knowhow, fremtidige vækstforventninger og effekt til at omdanne selskabet til detailnetværk.

PANDORA har oplevet en kraftig stigning i finansielle forpligtelser i perioden 2015-2017. Den store optagelse af rentebærende gæld er forbundet med store anlægsinvesteringer, hvilket primært skyldes udbygningen og opførelsen af produktionsfaciliteter i Thailand, investeringer i distributionsanlæg samt IT-investeringer.

På basis af de reformulerede resultatopgørelser og balancer blev der udarbejdet rentabilitet- og vækstanalyser for at afklare de finansielle værdidrivere. Her blev det konkluderet, at PANDORAs nøgletal ligger på et højt niveau overordnet set. Selskabets egenkapitalforrentning, ROE, har været i gennemsnit stigende over analyseperioden. Fra 2014 til 2017 steg nøgletallet med 54 pct. Stigningen var primært drevet af ROIC, hvor de forbedrede omsætningshastigheder har givet det største positive bidrag til udviklingen. Derimod har den aftagende overskudsgrad trukket stigningen i ROIC ned. ROE blev ligeledes positivt influeret af udviklingen i FGEAR, som har været stigende over analyseperioden. Stigende FGEAR kan betragtes som PANDORAs øgede afhængighed af fremmedfinansiering. Sammenholdes dette med PANDORAs målsætning om at holde netto rentebærende gæld og EBITDA på mellem 0 og 1, kan den stigende gearing føre til tilbagebetaling af rentebærende gæld eller til yderligere kontante udlodninger, så selskabet vil ligge uden for det fastsatte interval for kapitalstrukturen. Den interne kontrol af finansielle risici ift. gældstagning styrker PANDORAs position og øger troværdigheden til selskabets økonomiske styring.

Ved udarbejdelsen af vækstanalysen blev der udledt, at PANDORA er et vækstselskab, da ændringerne i residualoverskuddet har været positive ved de givne kapitalafkastkrav. Trendanalysen har klarlagt udviklingen i selskabets udvalgte nøgletal med basisår i 2013, hvilket giver læseren mulighed for at se retningen af ændringerne. Salget steg med 150 pct. over perioden, dog har denne salgsfremgang ikke resulteret i tilsvarende vækst i EBITDA eller NOPAT. Disse steg endnu mere (195 pct. hhv. 170 pct.), hvilket betyder at PANDORA er blevet bedre til omkostningstilpasning. Samtidig betyder den udvikling, at totalindkomsten ligeledes er blevet tredoblet over perioden.

Regnskabsanalysen peger således på, at PANDORA forstår vigtigheden af at forbedre sin kapitaltilpasning og derfra opnåelse af øget overskudsgrad. Selskabet har to cifrede vækstrater over hele den analyserede periode. PANDORA er dog et konjunkturfølsomt selskab, der har haft en stor gearing de sidste tre år, hvilket i kombination med øvrige faktorer fra den strategiske analyse kan give udfordringer for fortsat stigende salgsvækstrater. Dermed vurderes det, at finansielle drivere bag PANDORA er aktiverne omsætningshastigheder og effektiv kapitalstruktur.

Budgettering

Jf. metodeafsnittet er budgettering et mellemlid mellem fundamentalanalysen og selve værdiansættelsen. Formålet med budgettering er at estimere proforma-opgørelser for den kommende periode for PANDORA, hvorfra det vil være muligt at beregne afkast, som skal bruges i værdiansættelsen. Proforma-opgørelser baseres på de foretagne analyser af finansielle og ikke-finansielle værdidrivere.

Budgetforudsætninger

Hovedforudsætningen for budgetteringen er going-concern princippet, hvilket indebærer PANDORAs fortsatte drift og efterspørgsel efter selskabets produkter. Der budgetteres fem år frem, idet det vurderes at være hensigtsmæssigt ift. rationelle forudsigelser om fremtiden.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i base-case scenarie, hvor man inkluderer alle de vigtigste konklusioner fra de ovenfor foretagne analyser og forventer ikke store udsving i udviklingen af forretningen. Således antages det, at PANDORA fortsætter sin drift som hidtil, uden der kommer betydelige ændringer som fx vedvarende nedbrud af produktionsfaciliteterne eller drastiske fald i efterspørgslen efter selskabets produkter.

Terminalperioden er de år, hvor PANDORA når sin steady state tilstand. Her vokser alle poster i proforma-opgørelserne med en konstant vækstrate. Vækstraten bliver normalt sat til den gennemsnitlige vækstrate i økonomien, da det ellers ville medføre, at PANDORA overtager hele verdensøkonomien på lang sigt.

Teoretisk set skal man budgettere så mange år frem indtil vækst i salg, OG, AOH og FGEAR når en konstant vækstrate. Dette vil dog være forbundet med komplikationer i opgaven, fordi usikkerhederne omkring budgetteringen stiger i takt med antal år, der budgetteres. Budgetperiodens længde afhænger ligeledes af selskabets placering i sin livcyklus samt af produkternes vækstpotentiale. Således vil PANDORAs finansielle værdidrivere være konstante på de modne markeder og budgetteringsperioden forkortes.

I det følgende vil der blive analyseret og budgetteret nettoomsætning, aktivernes omsætningshastigheder, EBIT-margin, effektiv skattesats og finansiell gearing. Herfra vil der udarbejdes en proforma-opgørelse, som er vist i bilag 7.

Budgettering af nettoomsætningen

For at kunne opretholde konsistens i opgaven bliver nettoomsætningen budgetteret for hvert af de geografiske områder under hensyn til den foretagne PESTEL analyse og brancheanalyse. Der er således tale om en top-down tilgang. Modsat en bottom-up metode der kræver en intern ikke-offentliggjort viden om

selskabets produkter og kunder.⁹⁸ Bilag 5 viser en geografisk fordeling og vækst i omsætningen for PANDORA koncernen 2014-2017, og nedunder bliver der kommenteret på udviklingen.

Budgettering EMEA

Her kan man se, at vækstraten har været faldende for alle lande og EMEA-regionen generelt. Dette betyder, at markederne er hovedsagligt modne. De nye markeder såsom Rusland, Indien og Sydafrika vil dog bidrage til fremtidig vækst i salget, men dette skal tages med forbehold, da disse økonomier anses for at være usikre. Der forventes således en fortsat aftagende vækstrate for EMEA området hvilket sammenholdt med diagram 4 peger i retning af en terminalværdi på 2. pct. Indtil da forventes PANDORA at opretholde væksten via indtræden på nye markeder samt yderligere opkøb af konceptbutikker.

Budgettering Nord- og Sydamerika

USA står for 74 pct. af omsætningen i Nord- og Sydamerika og for 23 pct. for hele koncernens omsætningen. Dette gør USA til en vigtig indtægtskilde for PANDORA, og derfor kan fejl på dette markedet koste selskabets dyrt. Jf. PESTEL analysen har PANDORA haft udfordringer på det amerikanske marked, hvor salget har været lavere end forventet pga. den ændrede købsadfærd. Vækstraterne har været aftagende over hele perioden, hvilket igen peger på markedernes modenhed. Den gennemsnitlige vækstrate pr. år fra 2014-2017 har også været den laveste (31 pct.) ud fra øvrige geografiske segmenter, jf. bilag 5.

I diagram 4 kunne man se, at USA's vækstrate for BNP ligger ligeledes omkring de 2 pct., hvorfor disse to regioner minder meget om hinanden.

Budgettering Asien og Stillehavsområdet

Asien og Stillehavsområde er de regioner, hvor væksten har været højest. Hovedmarkedet her er Kina (33 pct. af salget i hele segmentet), hvor salgsvæksten steg med 75 pct. fra 2016 til 2017. Den gennemsnitlige vækstrate pr. år mellem 2014-2017 har også været den højeste blandt øvrige regioner (110 pct.).

Sammenholdt med PESTEL-analysen kan man se, at dette geografiske segment vil udgøre den vigtigste kilde til indtægter på sigt.

Kina og Australien forventes at have en højere vækst i BNP end resterende lande, jf. diagram 4. I de kommende år forventes det, at vækstraten på dette marked bliver stadig højere end vækstraten for EMEA og Nord-og Sydamerika. Dog vil væksten aftage i takt med stigende konkurrence i branchen samt pga. aftagende vækstrater for Kinas økonomi.

⁹⁸ Edward Nelling, "Business Valuation. Demystified", 2011, s. 46

Med udgangspunkt i ovenstående samt i den aktuelle vækstudvikling (2013-2017), bliver der budgetteret med følgende vækstrater:

Tabel 7. Budgettering nettoomsætning⁹⁹

Forecast	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
Omsætning i alt (mio.DKK)	24.925	27.065	29.292	31.414	33.051	
Ændring i pct.	9%	9%	8%	7%	5%	2%

Kilde: egen tilvirkning

Budgettering AOH og beregning af NDA

Udgangspunktet her er inverse omsætningshastigheder for anlægs- og arbejdskapital, som blev omtalt og beregnet i under nøgletalsanalysen og fremgår af tabel 5. Her kunne man se, at den gennemsnitlige hastighed i analyseperioden lå omkring 10,2 pct. for arbejdskapital hhv. omkring 33,5 pct. for anlægskapital, og udviklingen har været jævn. Der blev konkluderet, at begge omsætningshastigheder har udvist en positiv trend dvs. mere effektiv udnyttelse af PANDORAs kapital. Dog var der en lille stigning i omsætningshastigheden for anlægskapital fra 2016 til 2017 som følge af store investeringer i nye anlæg.

Sammenholdes dette med konklusioner fra den foretagne brancheanalyse, Porters Five Forces, budgetteres der med følgende omsætningshastigheder, som er vist i bilag 6. I brancheanalysen anså man leverandørernes forhandlingsstyrke til at være moderat, og kundernes forhandlingsstyrke til at være lav, hvorfor der bliver budgetteret med den gennemsnitlige omsætningshastighed på 10,2 pct. i tilfælde af at PANDORA ikke formår at opretholde effektiviseringen af sine varebeholdninger samt de fordelagtige leverandørbetingelser over budgetteringsperioden.

Anlægskapital forventes stadigvæk at blive bedre tilpasset over tid i takt med PANDORAs øgede fokus på innovation og teknologiudvikling, jf. værdikædeanalysen. Der budgetteres derfor med en aftagende omsætningshastighed 31,8 pct. frem til år 2019 og 31 pct. fra år 2020 over den analyserede periode, samt en antagelse at der ikke sker yderligere store kapacitetsudvidelser pga. faldende vækst i omsætningen.

Budgettering af EBIT-margin og beregning af EBIT

Teoretisk set skal man budgettere hver eneste omkostningspost hver for sig. Dette vil dog være en udfordrende opgave, da det kræver et kendskab til fordelingen mellem faste og variable omkostninger. Derudover vil det være misvisende at lave omkostninger afhængige af salgsvæksten. Der bliver derfor budgetteret direkte på EBIT-margin. I tabel 4 blev der vist udviklingen i drivere bag overskudsgraden. Herfra kan man se, at EBIT-marginen har fluktueret omkring 35 pct. Der bliver dermed budgetteret med denne

⁹⁹ Detaljeret beregning fremgår af bilag 5.

sats for den kommende periode - også under hensyntagen til PANDORAs målsætning om en årlig EBITDA-margin på 34 pct. i perioden 2018-2020, jf. introduktionsafsnittet. EBIT i proforma-opgørelsen beregnes som produkt af salg og EBIT-marginen for det pågældende år.

Budgettering af den effektive skatteprocent og beregning af DO

Der budgetteres med udgangspunkt i den danske skattesats på 22 pct. Her skal bemærkes, at den effektive skattesats i 2017 er blevet forhøjet pga. en skattereform i USA, som har medført en nedgang i udskudte skatteaktiver.¹⁰⁰ Derfor budgetteres der med den gennemsnitlige skattesats mellem 22 pct. og 24,8 pct. for år 2018. Herfra kan man beregne driftsoverskuddet efter skat som difference mellem skattebeløbet på EBIT og EBIT.

Budgettering FGEAR og beregning af NFF

Der har været en stigende udvikling i netto finansielle forpligtelser siden 2015, hvilket blev forklaret ved gennemgangen af tabel 2. Der bliver herved budgetteret med aftagende FGEAR-sats for netto finansielle forpligtelser over hele budgetperioden som følge af afdrag på det optagne lån og PANDORAs eget ønske om at være selvfinansierende. Således at i 2018 bliver der taget hensyn til den gennemsnitlige FGEAR-rate mellem 2016-2017 som er 37 pct. Efter 2020 ses det at være hensigtsmæssigt at reducere gearingen, med 10 pct. point, som følge af PANDORAs eget ønske om kontrolleret gearing (EBITDA/gæld forholdet) i intervallet (0 til 1).¹⁰¹ NFF bliver beregnet med udgangspunkt i NDA for det forrige år og FGEAR for det beregnede år.

Budgettering af lånerenten og beregning af NFO

På grund af de store udsving i lånerenten r , som fremgik af beregninger i tabel 2, antages det at være rimeligt at tage udgangspunkt i renten på den 10-årige statsobligation. I udgangen af december 2017 lå renten på 0,23 pct.¹⁰² Lånerenten sammenlignes med den risikofrie rente på obligationsmarkedet, idet den matcher varigheden på det risikofrie papir med varigheden på aktiemarkedet mht. budgetperioden.

Beregning af det frie cash flow (FCF)

Det frie cash flow til alle investorer bliver udledt fra differencen mellem driftsoverskuddet efter skat og ændringen (delta) i netto driftsaktiver (ΔNDA). Intuitionen bag dette er, at alle investorer har krav på de pengestrømme, der udspringer fra driftsaktiver. Pengestrømme (FCF) repræsenterer dermed den værdi, som PANDORA har skabt via sin drift i løbet af perioden.

¹⁰⁰ Årsrapport, PANDORA, 2017, s. 53

¹⁰¹ Årsrapport, PANDORA, 2017, s. 45

¹⁰² <https://www.statistikbanken.dk/MPK3>

Med udgangspunkt i det udarbejdede proforma-regnskab, som er vist i bilag 7, vil der følgende blive foretaget værdiansættelse af PANDORA.

Værdiansættelse

I denne del af opgaven beregnes værdi af PANDORAs aktie. Derfra kan man se, om aktien er under- eller overvurderet af det frie marked. Her vil der stadigvæk være taget udgangspunkt i base-case scenariet. Den teoretiske værdi af PANDORAs aktie vil til sidst blive sammenlignet med dagsværdien pr. 31.12.2017. Derefter vil der blive foretaget følsomhedsanalyse i tilfælde af ændring i r_{wacc} eller i terminalperioden.

Valg af værdiansættelsesmodel

Den klassiske metode, at kalkulere den estimerede værdi af et værdipapir på, er DFC-model, som blev omtalt i metodeafsnittet. Modellen er mest brugt af investeringsrådgivningsselskaber såsom *Morningstar* og *Standard & Poor's Outlook*.¹⁰³

Modellen estimerer virksomhedsværdi ved at diskontere dets forventede fremtidige pengestrømme (FCF) tilbage til nutiden og lægge dem sammen. Den anslåede værdi af selskabet bliver således lig med den diskonterede værdi af fremtidige pengestrømme:

$$\text{Virksomhedsværdien}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T}$$

Ved at regulere virksomhedsværdien, som består af budgetperioden og terminalværdien med at fratrække netto finansielle forpligtelser, får vi egenkapitalværdi:

$$\text{Egenkapitalværdi}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF_0$$

I ligningen kan man se at ved beregning af virksomhedsværdien via den indirekte DFC-model, bliver der diskonteret med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, r_{wacc} . Modellen sætter dog ingen fokus på finansieringsaktiviteten, som anses for at være uden værdiskabende effekt.¹⁰⁴ Dette er et fordelagtigt moment, da PANDORA har oplevet store ændringer i sin kapitalstruktur, hvilket kunne give bias i værdiansættelsen. En anden fordel ved anvendelse af DFC-modellen er dens nemme koncept da pengestrømme er "reelle" størrelser, som ikke afhænger af bogføringsregler. Modellen bliver dog beskyldt

¹⁰³ Charles Jones, "Investments: Principles and Concepts", 2013, s. 262

¹⁰⁴ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 41

for at være spekulativ på det lange sigt, da den baseres på analytikernes evner til at vælge den relevante information om selskabet.

Fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger (WACC)

WACC udgør ejernes og långivernes afkastkrav, som normalt er forskellige størrelser. Afkastkravet afhænger af risikoen ved investeringen og baseres på forventet langsigtet kapitalstruktur. Beregningen af WACC udtrykkes som:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g ,$$

Herfra kan man se, at de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, r_{wacc} , afhænger af egenkapitalomkostninger (r_e) samt af gældsomkostninger (r_g). Tilbagediskonteringsfaktoren har afgørende indflydelse på værdiansættelsen. Dog kan estimering af diskonteringsfaktoren være forbundet med stor usikkerhed, da det er ejernes og långiverens individuelle risikoaversion, der spiller ind. Formlen leder også til en cirkelproblematik, da WACC skal bruges til at beregne markedsværdien, og markedsværdien bruges til at beregne WACC. Denne problematik kan løses ved, at man enten får oplyst selskabets langsigtet kapitalstruktur eller bruge kapitalstrukturen fra sammenlignelige selskaber. Dog i denne opgave beholdes den nuværende kapitalstruktur for at være forsigtig ift. fremtiden.

Fastlæggelse af kapitalstruktur

Ved fastlæggelsen af kapitalstruktur skal den langsigtet finansiering mellem egenkapital og fremmedkapital estimeres.

Markedsværdi af egenkapitalen V_0^E kan beregnes som et produkt mellem antal udstedte aktier og aktiekursen pr. 31.12.2017, hvilket opgøres til $112.507.391 \text{ stk.} * 675,50 \text{ kr.} = \mathbf{75.998 \text{ mio. DKK}}$

Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser V_0^{NFF} opgøres som den bogførte værdi i den reformulerede balance. I regnskabsåret 2017 udgjorde NFF **4.155 mio. DKK**.

Markedsværdi af PANDORA, V_0^{EV} , kan dermed ved hjælp af følgende formel fastsættes til:

$$V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$$

$$PANDORA V_0^{EV} = 75.998 + 4.155$$

$$PANDORA V_0^{EV} = \mathbf{80.154 \text{ mio. DKK}}$$

PANDORA har med fordel oplyst i sin årsrapport, at forholdet mellem nettorentebærende gæld og EBITDA skal holdes mellem 0 og 1, hvilket var omtalt under budgettering af FGEAR. I rentabilitetsanalysen blev der konkluderet, at PANDORA er begyndt at gear meget de seneste to år, hvilket er forbundet med de øgede investeringer i produktionsfaciliteterne. Gældsfinansiering har den fordel, at det er forbundet med lavere omkostninger, dvs. renter ift. egenkapitalfinansieringen, som har sit afkast i form af udbytte, hvilket er meget højere i kraft af højere risiko ved investeringen. Derudover kan renteomkostningerne fradrages, som igen taler for fremmedfinansiering i et selskab. Risikoen ved fremmedfinansieringen er pligt til betaling af renter uanset selskabets resultater. Den optimale kapitalstruktur afhænger dermed af selskabets individuelle forhold. For et ekspanderende selskab som PANDORA hvor indtjeningsrater er positive, kan det være fordelagtigt at øge fremmedfinansiering, end hvis det var tilfældet med ustabile resultater. Dog er den tanke i strid med PANDORAs eget ønske om egenfinansiering, som bekræftes af det iværksatte aktietilbagekøbsprogram fra 2013.

Fastlæggelse af egenkapitalomkostninger

Ejernes afkastkrav (egenkapitalomkostning) er det krav til afkast, som ejerne kræver for at investere i et selskab. Kravet består af tre komponenter: risikofri rente, betaværdi og markedsrisikopræmie:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f], \text{ hvor } r_f \text{ er den risikofrie rente og } E(r_m) - r_f \text{ risikopræmie.}$$

Det antages, at investorerne kræver mere i afkast, når risiko øges, hvilket er en af forudsætningerne til den anbefalede CAPM-model. Ligningerne udtrykker det forventede aktieafkast, som er en sum af den risikofrie rente og markedsrisikopræmie, som er proportional med aktiens beta.¹⁰⁵

Den risikofrie rente anbefales at blive sat til den toneangivende 10-årige statsobligation, idet det matcher tidshorisonten for de tilbagediskonterede betalingsstrømme. Der forventes små rentestigninger på sigt pga. den politiske situation i USA og Europa.¹⁰⁶ Der tillægges derfor 1 pct. point til den toneangivende rente på 10-årige statsobligation, som blev omtalt i afsnittet om budgettering af lånerenten. Således estimeres den risikofrie rente, $r_f = 1,23 \text{ pct.}$

Markedsrisikopræmien er det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier i stedet for statsobligationer. En måde at estimere risikopræmien på er at lave et skøn på baggrund af spørgeundersøgelser af investorerne. Risikopræmien kan også estimeres ud fra historiske data. I denne

¹⁰⁵ O.Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang, s. 43

¹⁰⁶ [http://danske-research.danskebank.com/Link/NyRenteprognose/\\$file/NyRenteprognose.pdf](http://danske-research.danskebank.com/Link/NyRenteprognose/$file/NyRenteprognose.pdf)

opgave bliver der brugt samme risikopræmie, som SKAT har undersøgt på baggrund af historiske data og udstedt et skøn på 4,5 pct.¹⁰⁷

Beta er et udtryk for den systematiske risiko, der er forbundet med investeringen. Beta måler forventet følsomhed af investeringens afkast i forhold til markedets afkast, dvs. værdien af beta fortæller hvordan pris på investeringen vil ændre sig, når prisen på markedsporteføljen ændrer sig. Beta defineres som følgende forhold:¹⁰⁸

$$\beta = \frac{\text{covariance (return on I)}}{\text{variance (return on the market)}}$$

Således tolkes det, at hvis: $\beta = 0 \Rightarrow$ risikofri investering, for $\beta > 1 \Rightarrow$ investering med større risiko end markedsportefølje, for $0 < \beta < 1 \Rightarrow$ investering med mindre risiko end markedsportefølje, og hvis $\beta = 1 \Rightarrow$ risikoen ved investeringen er den samme som investering ved markedsportefølje.

Betaværdi kan udledes via tre metoder. Den første er en common-sense analyse, som baseres på en vurdering af finansielle og driftsmæssige risici for selskabet, den anden er en regressionsanalyse og den tredje er en estimation af beta på baggrund af fundamentale karakteristika. I denne opgave fastsættes β på baggrund af de allerede indsamlede værdier fra hjemmesider samt industriens betavurdering fra Damodarans. På baggrund af disse tal udledes der en gennemsnitlig betaværdi, som bliver anvendt ved beregningen af ejernes afkastkrav. Den valgte metode er dog forbundet med en usikkerhed, da der er tale om historiske tal, som ikke nødvendigvis afspejler det fremtidige forløb.

Tabel 8. Betaværdier for PANDORA

Beta for PANDORA	
www.reuters.com	0,57
www.infrontanalytics.com	0,76
www.marketwatch.com	0,99
Damodaran (retail general)	1,05
Gennemsnitlig estimeret beta	0,84

Kilde: egen tilvirkning

Med udgangspunkt i de opgjorte værdier, kan man estimere ejernes afkastkrav efter skat ved at indsætte værdierne ind i ligningen:

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

¹⁰⁷ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813207>

¹⁰⁸ Stephen H. Penman, "Financial Statement analysis and security valuation", 2007, s. 115

$$r_e = 1,23 + 0,84 * 4,5$$

$$r_e = 5,01\%$$

Fastlæggelse af gældsomkostningerne

Finansielle omkostninger efter skat kan udledes via formelen: $r_g = (r_f + r_s)(1 - t)$.

Fremmedfinansieringens afkast sammensættes af summen mellem den risikofrie rente, r_f og selskabsspecifikt risikotillæg, r_s , som afspejler et selskabs risikoprofil. Afkastkravet opgøres efter skat, hvorfor der bliver reduceret med andelen $(1 - t)$. Grunden til dette er den nødvendige konsistens i metoden, da pengestrømmene fra driftsaktivitet er beregnet efter skat. Af de angivne ubekendte er det kun risikotillægget, der mangler at blive oplyst, idet skattesatsen, som blev omtalt før i opgaven, ligger på 22 pct.

Det selskabsspecifikke risikotillæg bliver fastsat på baggrund af en risikovurdering af det enkelte selskab. Långiverens risikoaversion afgør dermed størrelsen på tillægget, dvs. jo højere sandsynlighed for at PANDORA tilbagebetaler lånet, desto lavere bliver kravet til risikotillægget. PANDORA er et selskab med høj andel af immaterielle aktiver samt en stor afhængighed af et produktkategori – charms. Dette gør PANDORA følsom over for udsving i efterspørgslen, og selskabets kreditrate afhænger dermed af PANDORAs resultater. Man kan dog sige, at PANDORA holder øje med selskabets finansielle risikostyring, hvilket gør långivere mere trygge. Tillægget sættes dermed til 2 pct., hvilket anses for at være en rimelig kompensation. Således bliver långiverens afkastkrav, $r_g = (1,23 + 2) * (1 - 0,22) = 2,52 \text{ pct.}$

Beregning af WACC

På baggrund af det ovenstående, beregnes WACC:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g ,$$

$$r_{wacc} = \frac{75.998}{80.154} * 5,01 + \frac{4.155}{80.154} * 2,52$$

$$r_{wacc} = 4,88 \text{ pct.}$$

Det må siges, at prisen på kapitalen, WACC, ligger på et lavt niveau, hvilket er fordelagtigt for PANDORA. Endvidere viser det, at PANDORA formår at skabe profit, så længe WACC er lavere end ROIC. I det følgende skal WACC bruges som diskonteringsrate for fremtidige pengestrømme.

Fastlæggelse af værdi

På baggrund af budgetteringen og den udledte diskonteringsfaktor, r_{wacc} , kan man nu gennemføre den sidste fase af værdiansættelsen. Som det blev nævnt før, baseres værdiansættelsen på base-case scenarie, som blev lavet i proforma-regnskabet. Nedenunder beregnes værdien af PANDORAs aktie ved hjælp af DFC-modellen. Vækstraten i terminalperioden, g , sættes til at udgøre 2 pct., da dette ses at være et forsigtigt estimat i forhold til vækst i verdensøkonomien samt EU's inflationstal, hvilket var omtalt i den strategiske del af opgaven.

Tabel 9. Base-case scenarie. Værdiestimat DFC-model.

Mio. DKK	Terminalperiode						
	2017A	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalår 2023*
n	0	1	2	3	4	5	6
DO	5.609	6.682	7.389	7.997	8.821	9.453	9.642
-ΔNDA	-	-201	899	701	874	552	270
=DO-ΔNDA = (FCF)		6.883	6.490	7.296	7.947	8.901	9.372
Diskonteringsfaktor		1,05	1,10	1,15	1,21	1,27	1,33
NV af FCF		6.563	5.900	6.324	6.568	7.014	
Σ (NV) 2018-2022	32.369						
Terminalværdi (TV) fra 2023							325.410
NV af TV	244.498						244.497,82
Entreprise value (EV)	276.867						
Markedsværdi af NFF	4.155						
Værdi af egenkapital	272.712						
Antal aktier, mio.	112,5						
Værdi pr. Aktie	2.424						

Kilde: egen tilvirkning. Bilag 8.

Det kan aflæses i tabellen, at DCF-modellen anslår PANDORAs aktie for at være 2.424 kr. værd. Hele udregningen baseres på ligningen, som blev vist i starten af dette afsnit, hvor egenkapitalværdien blev udledt som difference mellem virksomhedsværdien (EV) og netto finansielle forpligtelser. Umiddelbart anses prisen på aktien at være meget høj ift. PANDORAs aktiekurs på børsen den 31.12.17 på 675,50 kr. På den baggrund vurderes markedsværdien af PANDORA at være undervurderet i høj grad, hvilket bekræftes af den administrerende direktør A.C.Friis, når han siger, at det ikke er de strukturelle problemer, der er

skyld i aktiens vilde nedgang.¹⁰⁹ Den væsentlig højere aktiekurs er forbundet med lav WACC og vækstraten i terminalperioden. Den høje værdi kan også begrundes i PANDORAs likvide situation, fordi DFC-modellen tager udgangspunkt i frie pengestrømme.

Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen af PANDORA er hermed forbundet med stor usikkerhed, da den baseres på nogle eksogene faktorer og statistiske strategiske modeller. Som det kan ses af den overstående tabel, udgør værdien af den diskonterede pengestrøm kun 13 pct. af den samlede aktionærværdi. Dette betyder, at terminalværdien afgør knap 90 pct. af virksomhedsværdien ved den givne WACC og den givne vækst i terminalperioden. I det følgende bliver der foretaget en følsomhedsanalyse af aktieværdien for at bedre kunne forstå, hvordan den ændrer sig når værdiansættelsens variabler, r_{wacc} og vækstraten i terminalperioden, g , ændrer sig.

Tabel 10. Følsomhedsanalyse. Aktiekurser for ændrede wacc og g værdier.

Følsomhedsanalyse: aktiekurser for 112,5 mio. stk.					
	WACC på x-akse		Growth på y-akse		
	4,88%	6,88%	8,88%	10,88%	12,88%
2%	2.424	1.380	947	711	564
3%	3.580	1.675	1.070	776	602
4%	7.363	2.175	1.245	858	648
5%	-51.906	3.207	1.509	969	705
6%	-5.337	6.585	1.956	1.125	780

Kilde: egen tilvirkning

Tabel 10 er lavet ved hjælp af "what-if-analyse" i Excel og viser forskellige kombinationer af WACC og vækst i terminalværdien, som afgør aktiens værdi. Man kan se, at i de tilfælde hvor WACC er mindre end g , bliver aktiens værdi negativ, fordi terminalværdien ($FCF/(wacc-g)$) bliver negativ. Tabel 10 viser også, at jo højere kapitalomkostningerne bliver, desto lavere bliver prisen på aktien, idet wacc afspejler risiko ved investeringen. Jo højere den er, jo lavere er prisen på aktien, da meget sikre aktier koster flere penge. Som nævnt tidligere, var der en stor usikkerhed i afsnittet om udledning af WACC. Man kan her således sige, at med den foretagne budgettering følger PANDORAs aktie "best – case" scenarie. Aktiepris pr. 31.12.17 på 675,50 kr. rammes tættest ved WACC = 12,88 pct. og ved 4 pct. vækstrate i terminalperioden. I dette tilfælde anses aktien for at være overvurderet med kun 27 kr.

¹⁰⁹ Børsen, "Vildt aktieår for Pandora: Sådan har analytikernes kursmål udviklet sig", 26. december 2017

Konklusion

Afhandlingen havde til formål at finde frem til PANDORAs værdi pr. 31. december 2017 med udgangspunkt i fundamentalanalysen og selve værdiansættelsen. Der blev lavet flere undersøgelsesspørgsmål, som skulle lægges til grund for besvarelsen af problemformuleringen. Herunder blev de væsentligste finansielle og ikke-finansielle værdidrivere for selskabet betragtet. Til det sidstnævnte hørte PANDORAs investeringer i innovation og bæredygtig produktion, brand og menneskelige resurser. Disse faktorer ansås for at yde det største bidrag til PANDORAs vedvarende konkurrencefordel, som på sigt skal sikre højere salg og dermed give et positivt bidrag til værdien af selskabet generelt.

I den regnskabsmæssige del af opgaven kunne man se, at PANDORAs nettoomsætning har været tredoblet over den analyserede periode. Der blev udledt, at selskabet skaber mest værdi for sine investorer ved at føre en effektiv tilpasning af sin kapitalstruktur samt effektiv salgs- og omkostningsstyring.

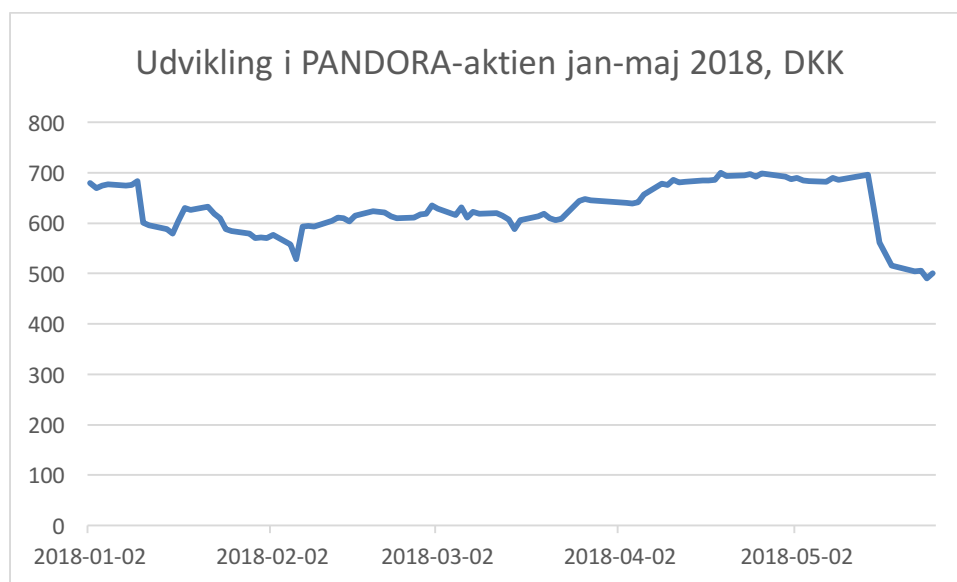
Rentabilitetsanalysen viste en stigende egenkapitalforrentning (ROE), som fra 2014 til 2017 steg med 54 pct. og i år 2017 lå på 83 pct. PANDORA har gearret op til 46 pct. under den analyserede periode, hvilket har været en af grundene til den stigende egenkapitalforrentning. En anden grund til stigningen i ROE var de forbedrede aktivers omsætningshastigheder, hvilket ikke kan siges at være tilfældet for overskudsgraden, som faldt med 20 pct. fra år 2014 til år 2017. Trendanalysen, som er en del af vækstanalysen, viste en overordnet positiv retning for alle udvalgte nøgletal.

På baggrund af fundamentalanalysen og rentabilitetsanalysen blev fremtidige pengestrømme budgetteret. Hovedantagelsen var en lav og samtidig faldende vækstrate for de modne områder såsom Europa og Nordamerika, mens salgsvæksten i Asien og Stillehavsområdet blev sat til en aftagende men stadig tocifret vækstrate. Der blev kun opstillet et base-case scenarie, som dannede grundlag for værdiansættelsen. Værdiansættelsen skete med udgangspunkt i DFC-modellen, som estimerede aktieværdien til 2.424 kr. Den beregnede kurs på aktien ift. markedsprisen pr. 31.12.17, som var 675,50 kr., skyldtes bl.a. det beregnede lave afkastkrav til ejerne samt en reduktion i antal aktier som resultat af PANDORAs aktietilbagekøbsprogram. Der blev derfor udarbejdet en følsomhedsanalyse for at se, hvordan prisen på aktien ændrede sig ved en stigende diskonteringsfaktor og vækstrate i terminalperioden. Det spændende var at se, at markedsprisen lå tættest på en kombination af WACC på 12,88 pct. og en vækstrate i terminalperioden på 4 pct. Teoretisk set anses markedsprisen på PANDORA-aktien pr. 31.12.17 dermed for at være meget undervurderet.

Perspektivering

Afhandlingens tidsmæssige begrænsning lå på tidspunktet for udgivelsen af den seneste årsrapport - år 2017. Efterfølgende er der sket en del begivenheder, som har givet grund til eftertanke af de parametre, som var sat til grund for budgetteringen. Diagram 8 nedunder viser udviklingen af PANDORAs aktier i starten af det nye år. Man kan se, at aktieprisen er faldet i forhold til år 2017 og fluktuerede omkring værdi på 600 kr. Aktien blev sendt i bund i maj 2018, hvor PANDORA udkom med sin rapport for første kvartal. Her viste det sig, at salgsraten for PANDORA-smykker i Kina har være negativ, mens investorerne forventede en positiv vækst. Der er opstået en ny trussel på det kinesiske marked – nemlig at kinesere køber PANDORAs smykker i udlandet og sælger dem til højere priser i Kina.¹¹⁰ Aftagende vækst på det kinesiske marked, som er det vigtigste marked i Asien og Stillehavsområdet, har derfor været meget værre, end man kunne forvente med udgangspunkt i trendanalysen. Risikoen ved investeringen i PANDORA er steget væsentligt efter offentliggørelsen af regnskabet for det første kvartal, hvilket alt andet lige vil hæve diskonteringsfaktoren op.

Diagram 8. Kursudvikling i PANDORA-aktien jan-maj 2018.



Kilde: *euroinvestor.dk* og egen tilvirkning

PANDORAs gennemførsel af aktietilbagekøb anses for et fornuftigt tiltag set fra ledelsens side, dog er det stadigvæk ikke nok til at få investorerne til at tro på selskabets fremtid.

¹¹⁰ <https://www.business.dk/investor/deutsche-saenker-anbefaling-paa-pandora-grundet-kina-og-hoejere-risiko>

Litteraturliste

Bøger:

Charles Jones, "Investments: Principles and Concepts", 2013

Edward Nelling, "Business Valuation. Demystified", 2011

Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", 2014

J. Thompson, m.fl., Strategic Management, 2014

J. Pratt, "Financial Accounting in an Economic Context", 8th Edition, 2011

Ole Hall, "PANDORA. Danmarks vildeste vækst eventyr", 2014

Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse. En praktisk tilgang. 2012. 4. udgave.

Per Ulstrup Johansen og Mikael Trier, "Praktisk statistisk metode for økonomer", 2010

Stephen H. Penman, "Financial Statement Analysis and Security Valuation", 2007

Årsrapporter:

PANDORA Årsrapport 2013

PANDORA Årsrapport 2014

PANDORA Årsrapport 2015

PANDORA Årsrapport 2016

PANDORA Årsrapport 2017

Hjemmesider:

www.business.dk

www.børsen.dk

www.ec.europa.eu/eurostat

www.euroinvestor.dk

www.pandoragroup.com

www.statistikbanken.dk

www.um.dk

www.worldbank.org

Figuroversigt

Figurer:

Figur 1: Projektets struktur

Figur 2: Udvikling i sølv- og guldpriser

Figur 3: DuPont Pyramide

Diagrammer:

Diagram 1: Pandoras kursudvikling 2017

Diagram 2: Fordeling af omsætning på produktkategorier, 2017

Diagram 3: Fordeling af omsætning efter markeder, 2017

Diagram 4: Udvikling i BNP for udvalgte lande

Diagram 5: BNP pr. indbygger for udvalgte lande

Diagram 6: Udvikling i inflation for udvalgte lande

Diagram 7: Trendanalyse for PANDORA Koncern. Udvalgte nøgletal.

Diagram 8: Pandoras kursudvikling jan-maj 2018

Billeder:

Billede 1: Analytikernes kursmål for PANDORA

Billede 2: Værdikædemodel

Oversigter:

Oversigt 1: PANDORAs CSR

Oversigt 2: PANDORAs Sortiment

Oversigt 3: PESTEL

Oversigt 4: Porters Five Forces

Oversigt 5: VRIO Framework

Oversigt 6: SWOT

Tabeller:

Tabel 1: Gini-koefficienter for udvalgte lande

Tabel 2: Nøgletal. Niveau 1

Tabel 3: Nøgletal. Niveau 2

Tabel 4: Nøgletal. Niveau 3. Overskudsgrad.

Tabel 5: Nøgletal. Niveau 3. Aktivernes Omsætningshastighed

Tabel 6: Vækstanalyse

Tabel 7: Budgetteret nettoomsætning

Tabel 8: Udledning af Beta-værdi

Tabel 9: Fastlæggelse af værdi for PANDORA

Bilag:

Bilag 1: Reformuleret balance

Bilag 2: Skatteallokering og reformuleret resultatopgørelse

Bilag 3: Reformuleret egenkapitalopgørelse

Bilag 4: Trendanalyse

Bilag 5: Budgetteret nettoomsætning

Bilag 6: Budgetterede øvrige poster

Bilag 7: Proforma-regnskab

Bilag 8: Værdiansættelse

Bilag

Bilag 1. Reformuleret balance

Bilag 1. Reformuleret balance 2013-2017. PANDORA koncern.

Gennemsnit

mio. kr.	2017	2016	2015	2014	2013	2017	2016	2015	2014
Driftsaktiver (DA)									
Goodwill	3.522	2.571	2.424	2.080	1.904	3.047	2.498	2.252	1.992
Brand	1.057	1.057	1.057	1.053	1.053	1.057	1.057	1.055	1.053
Distributionsnetværk	154	184	216	268	300	169	200	242	284
Distributionsrettigheder	1.153	1.061	1.069	1.047	1.042	1.107	1.065	1.058	1.045
Andre immaterielle aktiver	1.113	893	683	411	318	1.003	788	547	365
Grunde og bygninger	620	648	324	261	229	634	486	293	245
Anlæg og maskiner	1.363	1.060	789	372	247	1.212	925	581	310
Materielle aktiver under opførelse	341	59	124	78	21	200	92	101	50
Udskudte skatteaktiv	884	946	879	407	276	915	913	643	342
Langfristede driftsaktiver	10.207	8.479	7.565	5.977	5.390	9.343	8.022	6.771	5.684
Varebeholdninger	2.729	2.729	2.357	1.684	1.490	2.729	2.543	2.021	1.587
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	1.954	1.673	1.360	1.110	895	1.814	1.517	1.235	1.003
Andre tilgodehavende	772	754	803	404	731	763	779	604	568
Tilgodehavende indkomstskatter	143	142	113	52	35	143	128	83	44
Kortfristede driftsaktiver	5.598	5.298	4.633	3.250	3.151	5.448	4.966	3.942	3.201
Driftsaktiver i alt (DA)	15.805	13.777	12.198	9.227	8.541	14.791	12.988	10.713	8.884

Driftsforpligtelser (DF)									
Hensatte forpligtelser (øvrige forpligtelser)	197	194	166	69	48	196	180	118	59
Hensatte forpligtelser (Returvarer)	602	911	902	670	458	757	907	786	564
Udskudte skatteforpligtelser	501	393	394	430	471	447	394	412	451
Andre langfristede forpligtelser	481	393	249	-	3	437	321	125	2
Langfristede driftsforpligtelser	1.781	1.891	1.711	1.169	980	1.836	1.801	1.440	1.075
Leverandørgæld	1.706	1.622	1.329	804	539	1.664	1.476	1.067	672
Skyldig selskabsskat	572	547	306	643	546	560	427	475	595
Anden gæld	1.077	964	1.005	630	551	1.021	985	818	591
Kortfristede driftsforpligtelser	3.355	3.133	2.640	2.077	1.636	3.244	2.887	2.359	1.857
Driftsforpligtelser i alt (DF)	5.136	5.024	4.351	3.246	2.616	5.080	4.688	3.799	2.931
Anlægs kapital	8.426	6.588	5.854	4.808	4.410	7.507	6.221	5.331	4.609
Arbejds kapital	2.243	2.165	1.993	1.173	1.515	2.204	2.079	1.583	1.344
Nettodriftsaktiver (NDA)	10.669	8.753	7.847	5.981	5.925	9.711	8.300	6.914	5.953
Finansielle aktiver (FA)									
Likvide beholdninger	993	897	889	1.131	686	945	893	1.010	909
Andre langfristede finansielle aktiver	289	250	159	99	48	270	205	129	74
Finansielle instrumenter	153	161	65	99	-	157	113	82	50
Finansielle aktiver (FA) i alt	1.435	1.308	1.113	1.329	734	1.372	1.211	1.221	1.032
Finansielle Forpligtelser (FF)									
Lån og anden gæld (langfristet)	5.283	3.008	2.350	-	-	4.146	2.679	1.175	-
Finansielle instrumenter (kortfristede)	143	256	214	268	148	200	235	241	208
Lån og anden gæld (kortfristet)	164	3	257	10	49	84	130	134	30
Finansielle Forpligtelser (FF) i alt	5.590	3.267	2.821	278	197	4.429	3.044	1.550	238
Nettofinansielle forpligtelser (NFF/NFA)	4.155	1.959	1.708	-1.051	-537	3.057	1.834	329	-794
Egenkapital = NDA-NFF	6.514	6.794	6.139	7.032	6.462	6.654	6.467	6.586	6.747

Bilag 2. Reformuleret resultatopgørelse

Bilag 2. Reformuleret resultatopgørelse 2013-2017. PANDORA koncern.

<i>I mio. DKK</i>	2017	2016	2015	2014	2013
Den rapporterede omsætning	22.781	20.281	16.737	11.942	9.010
-Regulering af tab på debitorer (note 3.5)	11	-24	-1	10	-1
=Permanent nettoomsætning	22.792	20.257	16.736	11.952	9.009
-Produktionsomkostninger (ekskl. Afskrivninger)	-5.693	-4.969	-4.466	-3.470	-2.970
-Salg-, distributions- og markedsføringsomkostninger (ekskl. Afskrivninger)	-6.662	-5.545	-4.514	-3.008	-2.314
-Administrationsomkostninger (ekskl. Afskrivninger)	-1.921	-1.846	-1.543	-1.170	-845
=Permanent driftsomkostninger	-14.276	-12.360	-10.523	-7.648	-6.129
=Permanent driftsoverskud (EBITDA)	8.516	7.897	6.213	4.304	2.880
-Afskrivninger op immater. langfristede aktiver (note 3.1)	-288	-203	-199	-100	-100
-Afskrivninger op materielle langfristede aktiver (note 3.2)	-433	-314	-201	-122	-100
=Permanent driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	7.795	7.380	5.813	4.082	2.680
-Skat på EBIT	-1.925	-1.571	-1.417	-823	-507
=Permanent driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	5.870	5.809	4.396	3.259	2.173
Indgået forlig med SKAT	0	0	-364	0	0
Usædvanlige driftsposter i alt	0	0	-364	0	0
Valutakursregulering/dirty surplus	-343	121	249	537	-355
Værdiregulering af sikringsinstrumenter (dirty surplus)	109	47	23	-18	-98
Aktuarmæssige gevinster/tab (EK opgørelse)	-2	0	0	0	0
Skat anden indkomst	-25	-10	22	5	6
Totalindkomst fra driften (DO)	5.609	5.967	4.326	3.783	1.726
Finansielle indtægter	198	328	84	14	167
Finansielle omkostninger	-315	-82	-553	-214	-106
Netto finansielle omkostninger før skat (NFO/NFI)	-117	246	-469	-200	61
-Skat på nettofinansielle omkostninger	26	-54	110	49	-15
Netto finansielle omk./Indt. (NFO/NFI efter skat)	-91	192	-359	-151	46
<i>Totalindkomst jf. PANDORA's EK-opgørelse</i>	<i>5.507</i>	<i>6.183</i>	<i>3.968</i>	<i>3.622</i>	<i>1.773</i>
<i>Kontrol ekskl. Regulering af debitorer</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>

Bilag 3. Reformuleret Egenkapitalopgørelse

PANDORA koncern. Reformuleret egenkapital 2013-2017

mio. Kr	2017	2016	2015	2014	2013
<i>Saldo primo</i>	6.794	6.139	7.032	6.462	6.038
Transaktioner med ejerne					
Aktiebaseret vederlæggelse	66	76	75	170	64
Aktiebaseret vederlæggelse (udnyttet)	2	1	-	-	-
Aktiebaseret vederlæggelse (skat)	-13	25	52	-	-
Køb af egne aktier	-1.721	-4.000	-3.900	-2.402	-700
Dagsværdiregulering mht. erhvervelse af minoritetsinteresse	-126	-123	-	-	-
Udbetalt udbytte	-3.995	-1.507	-1.088	-820	-713
Transaktioner med ejerne i alt (Nettodividende)	-5.787	-5.528	-4.861	-3.052	-1.349
Totalindkomst					
Årets resultat	5.768	6.025	3.674	3.098	2.220
Valutakursregulering af kap.andele i dattervirksomheder	-343	121	249	537	-355
Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter	109	47	23	-18	-98
Aktuarmæssige gevinster/tab (Note 2.3)	-2	-	-	-	-
Skat af anden totalindkomst	-25	-10	22	5	6
Anden totalindkomst efter skat	5.507	6.183	3.968	3.622	1.773
Egenkapital ultimo (reformuleret)	6.514	6.794	6.139	7.032	6.462
Kontrol	-	-	-	-	-

Bilag 4. Trendanalyse

Bilag 4. Trendanalyse for PANDORA Koncern

Resultatopgørelse					
<i>Indekstal: basisår 2013</i>	2017	2016	2015	2014	2013=100
Den rapporterede omsætning	252,8	225,1	185,8	132,5	100
-Regulering af tab på debitorer (note 3.5)					
=Permanent nettoomsætning	253,0	224,9	185,8	132,7	100
-Produktionsomkostninger (ekskl. Afskrivninger)	191,7	167,3	150,4	116,8	100
-Salg-, distributions- og markedsføringsomkostninger (ekskl. Afskrivninger)	287,9	239,6	195,1	130,0	100
-Administrationsomkostninger (ekskl. Afskrivninger)	227,3	218,5	182,6	138,5	100
=Permanent driftsomkostninger	232,9	201,7	171,7	124,8	100
=Permanent driftsoverskud (EBITDA)	295,7	274,2	215,7	149,4	100
-Afskrivninger op immaterielle langfristede aktiver (note 3.1)	288,0	203,0	199,0	100,0	100
-Afskrivninger op materielle langfristede aktiver (note 3.2)	433,0	314,0	201,0	122,0	100
=Permanent driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	290,9	275,4	216,9	152,3	100
-Skat på EBIT	379,8	310,0	279,7	162,4	100
=Permanent driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	270,1	267,3	202,3	150,0	100
Valutakursregulering/dirty surplus	96,6	-34,1	-70,1	-151,3	100
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-111,2	-48,0	-23,5	18,4	100
Skat anden indkomst	-416,7	-166,7	366,7	83,3	100
Totalindkomst fra driften (DO)	324,9	345,7	250,6	219,1	100
Finansielle indtægter	118,6	196,4	50,3	8,4	100
Finansielle omkostninger	297,2	77,4	521,7	201,9	100
Netto finansielle omkostninger før skat (NFO/NFI)	-191,8	403,3	-768,9	-327,9	100
-Skat på nettofinansielle omkostninger	-168,8	354,9	-722,7	-321,3	100
Netto finansielle omkostninger/Indtægter	-199,5	419,4	-784,2	-330,1	100

(NFO/NFI efter skat)					
<i>Totalindkomst jf. PANDORA's EK-opgørelse</i>	310,6	348,7	223,8	204,3	100
Balance					
Driftsaktiver (DA)					
Goodwill	185,0	135,0	127,3	109,2	100
Brand	100,4	100,4	100,4	100,0	100
Distributionsnetværk	51,3	61,3	72,0	89,3	100
Distributionsrettigheder	110,7	101,8	102,6	100,5	100
Andre immaterielle aktiver	350,0	280,8	214,8	129,2	100
Grunde og bygninger	270,7	283,0	141,5	114,0	100
Anlæg og maskiner	551,8	429,1	319,4	150,6	100
Materielle aktiver under opførelse	1623,8	281,0	590,5	371,4	100
Udsudte skatteaktiv	320,3	342,8	318,5	147,5	100
Langfristede driftsaktiver	189,4	157,3	140,4	110,9	100
Varebeholdninger	183,2	183,2	158,2	113,0	100
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	218,3	186,9	152,0	124,0	100
Andre tilgodehavende	105,6	103,1	109,8	55,3	100
Tilgodehavende indkomstskatter	408,6	405,7	322,9	148,6	100
Kortfristede driftsaktiver	177,7	168,1	147,0	103,1	100
Driftsaktiver i alt (DA)	185,0	161,3	142,8	108,0	100
Driftsforpligtelser (DF)					
Hensatte forpligtelser (øvrige forpligtelser)	410,4	404,2	345,8	143,8	100
Hensatte forpligtelser (Returvarer)	131,4	198,9	196,9	146,3	100
Udsudte skatteforpligtelser	106,4	83,4	83,7	91,3	100
Andre langfristede forpligtelser	16033,3	13100,0	8300,0	0,0	100
Langfristede driftsforpligtelser	181,7	193,0	174,6	119,3	100
Leverandørgæld	316,5	300,9	246,6	149,2	100
Skyldig selskabsskat	104,8	100,2	56,0	117,8	100
Anden gæld	195,5	175,0	182,4	114,3	100
Kortfristede driftsforpligtelser	205,1	191,5	161,4	127,0	100
Driftsforpligtelser i alt (DF)	196,3	192,0	166,3	124,1	100

Anlægskapital	191,1	149,4	132,7	109,0	100
Arbejdskapital	148,1	142,9	131,6	77,4	100
Nettodriftsaktiver (NDA)	180,1	147,7	132,4	100,9	100
Finansielle aktiver (FA)					
Likvide beholdninger	144,8	130,8	129,6	164,9	100
Andre langfristede finansielle aktiver	602,1	520,8	331,3	206,3	100
Finansielle instrumenter					0
Finansielle aktiver (FA) i alt	195,5	178,2	151,6	181,1	100
Finansielle Forpligtelser (FF)					
Lån og anden gæld (langfristet)					0
Finansielle instrumenter (kortfristede)	96,6	173,0	144,6	181,1	100
Lån og anden gæld (kortfristet)	334,7	6,1	524,5	20,4	100
Finansielle Forpligtelser (FF) i alt	2837,6	1658,4	1432,0	141,1	100
Nettofinansielle forpligtelser (NFF/NFA)	-773,7	-364,8	-318,1	195,7	100
Egenkapital = NDA-NFF	100,8	105,1	95,0	108,8	100

Bilag 5: Budgetteret nettoomsætning

Bilag 5. Budgettering nettoomsætning

Gns.vækst pr. år

(2014-2017)

DKK mio.	2013	2014	2015	2016	2017	
<i>Omsætning</i>						
Storbritannien	1.158	1.654	2.487	2.704	2.809	56%
Ændring i pct.		43%	50%	9%	4%	
Italien			1.303	2.004	2.602	
Ændring i pct.				54%	30%	
Danmark	32	48	63	72	75	53%
Ændring i pct.		50%	31%	14%	4%	
Øvrige EMEA	2.570	3.602	3.695	4.776	5.346	44%
Ændring i pct.		40%	3%	29%	12%	
EMEA i alt	3.760	5.304	7.548	9.556	10.832	70%
Ændring i pct.		41%	42%	27%	13%	

USA	3.201	3.629	4.893	5.157	5.297	29%
Ændring i pct.		13%	35%	5%	3%	
Øvrige Nord-og Sydamerika	955	1.330	1.644	1.695	1.814	38%
Ændring i pct.		39%	24%	3%	7%	
Nord-og Sydamerika i alt	4.156	4.959	6.537	6.852	7.111	31%
Ændring i pct.		19%	32%	5%	4%	
Kina				910	1.592	
Ændring i pct.					75%	
Øvrige Asien og Stillehavsområde	1.094	1.679	2.652	2.963	3.246	72%
Ændring i pct.		53%	58%	12%	10%	
Asien og Stillehavsområde i alt	1.094	1.679	2.652	3.873	4.838	110%
Ændring i pct.		53%	58%	46%	25%	
Omsætning i alt	9.010	11.943	16.737	20.282	22.782	59%
Ændring i pct.		33%	40%	21%	12%	
Forecast	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
EMEA i alt	11.482	12.056	12.659	13.165	13.560	13.967
Ændring i pct.	6%	5%	5%	4%	3%	3%
Nord-og Sydamerika i alt	7.395	7.691	7.999	8.319	8.568	8.825
Ændring i pct.	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Asien og Stillehavsområde i alt	6.048	7.317	8.635	9.930	10.625	11.369
Ændring i pct.	25%	21%	18%	15%	7%	7%
Omsætning i alt	24.925	27.065	29.292	31.414	32.753	33.409
Ændring i pct.	9%	9%	8%	7%	4%	2%
Forecast	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
Omsætning i alt	24.925	27.065	29.292	31.414	33.051	
Ændring i pct.	9%	9%	8%	7%	5%	2%

Bilag 6: Budgetterede øvrige poster

Bilag 6. Budgettering øvrige poster

Budgettering AOH og beregning af NDA							
<i>Forecast</i>	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
Arbejdskapital	9,7%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Anlægskapital	32,9%	31,8%	31,8%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
NDA	42,6%	42,0%	42,0%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%
<i>Ændring i NDA</i>		-1,4%	0,0%	-1,9%	0,0%	0,0%	
Budgettering EBIT-margin							
<i>Forecast</i>	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
EBIT-margin	34,20%	35%	35%	35%	36%	37%	37%
<i>Ændring i EBIT</i>		2,34%	0,00%	0,00%	2,86%	2,78%	
Budgettering effektiv skatteprocent							
<i>Forecast</i>	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
Effektiv skattesats	24,80%	23%	22%	22%	22%	22%	22%
<i>Ændring i skattesatsen</i>		-5,65%	-5,98%	0,00%	0,00%	0,00%	
Budgettering FGEAR							
<i>Forecast</i>	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	Terminalperiode
FGEAR	46,00%	37%	37%	37%	27%	17%	17%
<i>Ændring i FGEAR</i>		-19,57%	0,00%	0,00%	-27,03%	-37,04%	

Bilag 7: Proforma-regnskab

Bilag 7. Proforma-opgørelse for PANDORA
koncernen

Terminalår

<i>Forecast: mio.kr.</i>	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning	22.782	24.925	27.065	29.292	31.414	32.753	33.409
EBIT (DO før skat)	7.795	8.724	9.473	10.252	11.309	12.119	12.361
DO (efter skat)	5.609	6.682	7.389	7.997	8.821	9.453	9.642
NFO efter skat r(t)*NFF(t-1)	59	10	7	7	7	6	4
Nettooverskud (NO)=DO-NFO	5.550	6.673	7.382	7.990	8.814	9.447	9.637
Balance (primo)							
Arbejdskapital	2.243	2.542	2.761	2.988	3.204	3.341	3.408
Anlægs kapital	8.426	7.926	8.607	9.081	9.738	10.154	10.357
NDA	10.669	10.468	11.367	12.068	12.943	13.494	13.764
NFF	4.155	2.881	2.827	3.070	2.566	1.881	1.961
Egenkapital (NDA-NFF)	6.514	7.587	8.540	8.998	10.377	11.614	11.804
Samlet finansiering	10.669	10.468	11.367	12.068	12.943	13.494	13.764
Pengestrømopgørelse							
DO		6.682	7.389	7.997	8.821	9.453	9.642
-ΔNDA	-	-201	899	701	874	552	270
=DO-ΔNDA(FCF)		6.883	6.490	7.296	7.947	8.901	9.372

Bilag 8: Værdiansættelse og Følsomhedsanalyse

Bilag 8. DFC Værdiansættelse af PANDORA - Base-case scenarie

	Aktuel periode						Terminalperiode
<i>Mio. DKK</i>	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*
n	0	1	2	3	4	5	6
DO	5.609	6.682	7.389	7.997	8.821	9.453	9.642
-ΔNDA	-	-201	899	701	874	552	270
=DO-ΔNDA = (FCF)		6.883	6.490	7.296	7.947	8.901	9.372
Diskonteringsfaktor $(1+wacc)^n$		1,05	1,10	1,15	1,21	1,27	1,33
NV af FCF		6.563	5.900	6.324	6.568	7.014	
Σ (NV) 2018-2022	32.369						
Terminalværdi (TV) fra 2023 $(FCF/(wacc-g))$							325.417
NV af TV $(g=2 \text{ pct})$	244.503						244.502,73
Aktionærværdi Enterprise value (EV)	276.872						
Markedsværdi af NFF	4.155						
Værdi af egenkapital	272.717						
		Følsomhedsanalyse:					
		aktiekurser for 112,5 mio. stk.					
Antal aktier, mio.	112,5	WACC på x-akse		Growth på y-akse			
Værdi pr. Aktie	2.424	4,88%	6,88%	8,88%	10,88%	12,88%	
	2%	2.424	1.380	947	711	564	
	3%	3.580	1.675	1.070	776	602	
	4%	7.363	2.175	1.245	858	648	
	5%	-51.906	3.207	1.509	969	705	
	6%	-5.337	6.585	1.956	1.125	780	