



STRATEGISK ANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF PANDORA A/S

Kandidatafhandling v. Kim Yung Møller-Larsen

Cand.merc. Finansiering og Regnskab

Copenhagen Business School 2016

Afleveringsdato: 15. september 2016

Vejleder: Poul Wolffsen

Antal anslag/side: 179.399 / 78 sider

Executive summary

The purpose of this thesis is to make a valuation of the Danish jeweler company Pandora. Pandora has made a billion dollars business by their notoriously known signature product Charms- and Charms bracelets. Experiencing headwinds in 2011 due to an increase in raw materials – in particular gold and silver, the Pandora share plunged losing more than 90% of their value in a matter of months. Since then, Pandora has almost solely experienced a rising share prices driven by strong operational performance and ambitious growth expectations. Pandora has of 2015, signed a new CEO and CFO and changed their core strategic pillars as well as mission and vision. This motivates the writer of this thesis to investigate if the current market prices is fair valued or if so how long will it last.

The thesis is based on five steps, where the first step is a strategic analysis of the industry, the macroeconomic environment and the internal value drivers. The second step is a financial statement analysis of the historical financial performance of the company. Third step consolidates the conclusions from the strategic- and financial analysis into a forecast of the future performance of the company. The fourth step exercises the valuation of the company based on the conclusions drawn from the previous steps. Lastly is the fifth step a sensitivity analysis of the valuation.

From the strategic analysis, it can be concluded that the main drivers for future growth are the rising middle class on the emerging markets and a strong like-for-like sales, which emphasizes a strong brand and a sustainable business concept. However Pandora's revenue origins primarily from the advanced economies – in particular Europa and USA where the economic outlook is stagnant. Pandora's growth strategy is to penetrate existing markets and expanding in new markets. The main strategic goal and driver for the future is the largest jewelry market in the world China.

The financial statement analysis found that Pandora historically has performed way stronger than its peer-group. Their return on invested capital, ROIC has increased from 43% to 56% in only 5 years, whereas the asset turnover rate has been the main driver for the increase in ROIC.

The strategic and financial analysis founded a substance for a forcast of the fiscal year 2016 and the following 4 years with a terminal period estimating the future revenues and free cash flow. Through the DCF valuation the price of a Pandora share 16th of March 2016 is estimated to 976,5 which is close to the actual market price of 948,5. The sensitivity analysis of the valuation is considered to be high due to the noticebale changes in values when changing WACC, EBITDA-margin and growth in the terminal period.

Indhold

Executive summary.....	1
1. Indledning.....	5
1.1 Problemformulering	6
1.2 Metode og struktur	6
1.2.1 Strategisk analyse	7
1.2.2 Regnskabsanalysen.....	8
1.2.3 Budgettering.....	9
1.2.4 Værdiansættelsen	9
1.2.5 Følsomhedsanalyse	10
1.3 Kilder og kildekritik	10
1.4 Afgrænsning.....	11
2. Præsentation af Pandora.....	12
2.1 Lanceringsstrategi.....	12
2.2 Produktunivers	12
2.2.1 Charms og Armbånd	12
2.2.2 Ringe	13
2.2.3 Øvrige smykker (øreringe, andre armbånd, halskæder og vedhæng).....	13
2.3 Salgsregioner	14
2.4 Pandoras brand	15
2.5 Organisationsændringer.....	15
2.6 Præsentation af forretningsstrategi.....	16
2.6.1 Et mål om global vækst.....	16
2.6.2 Vækst på nye markeder.....	17
2.6.3 Fortsat vækst på etablerede markeder	17
2.6.4 Vækst på såvel de etablerede som nye markeder.	17
3. Strategisk analyse	18
3.1 PESTEL.....	18
3.1.1 Politiske og lovmæssige forhold	19
3.1.2 Økonomiske forhold	23
3.1.3 Sociokulturelle forhold	28
3.1.4 Teknologiske faktorer	30
3.1.5 Miljømæssige forhold.....	30
3.2 Porters Five Forces	31

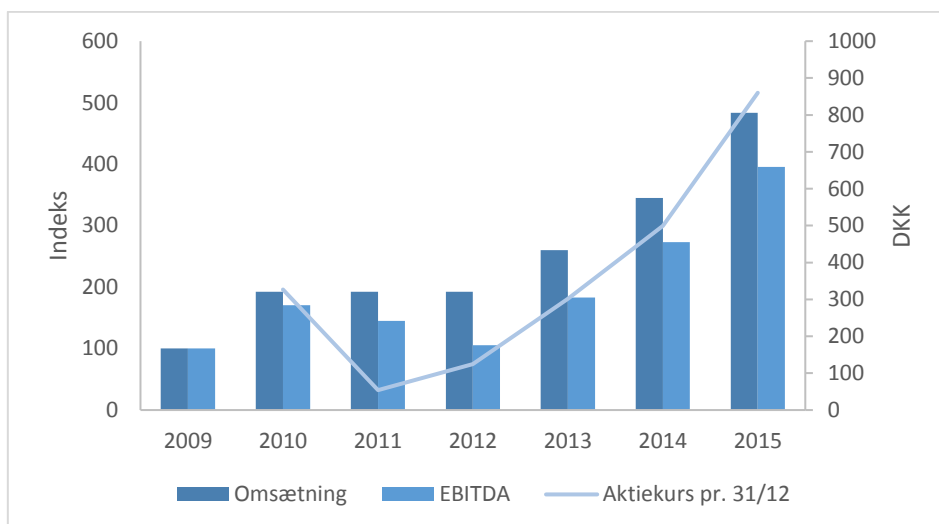
3.2.1	Definition af branchen.....	31
3.2.2	Truslen fra nye indtrængere.....	32
3.2.3	Truslen fra substituerende produkter	35
3.2.4	Købernes forhandlingsmagt	36
3.2.5	Leverandørens forhandlingsmagt.....	37
3.2.6	Rivalisering i branchen.....	37
3.3	Porters værdikædeanalyse	38
3.3.1	Forretningsmodel	39
3.3.2	Primære aktiviteter	40
3.3.3	Sekundære aktiviteter	42
3.4	Analyse af markedsstrategier	43
3.5	SWOT	47
4.	Regnskabsanalyse.....	48
4.1	Vurdering af regnskabskvalitet.....	48
4.1.1	Regnskabspraksis.....	48
4.1.2	Informationsniveauet	50
4.2	Reformulering af regnskaber.....	50
4.2.1	Den analytiske resultatopgørelsen	50
4.2.2	Den analytiske balance	52
4.3	Analyse af rentabilitet.	54
4.3.1	Sammenligning med peer-group	54
4.3.2	Egenkapitalsforrentningen (Return on Equity).....	56
4.3.3	Dekomponering af omsætningen – udviklingen på nøglemarkeder	58
4.3.4	Trendanalyse	60
4.3.5	Common-size analyse.....	62
4.4	Konklusion på regnskabsanalysen	62
5.	Budgettering.....	64
5.1	Budgetperiode	64
5.1.1	Branchens vækstudsigter	65
5.1.2	Pandoras konkurrencemæssige fordel	65
5.2	Value drivers.....	66
5.2.1	Omsætning	66
5.2.2	EBITDA-marginen.....	68
5.2.3	Immaterielle og materielle anlægsaktiver.....	68

5.2.4	Af- og nedskrivninger.....	69
5.2.5	Skattesats.....	69
5.2.6	Nettoarbejdskapital.....	69
5.2.7	Nettorentebærende gæld	69
5.3	Vækst i terminalperioden	69
5.4	Kvalitet af budgetter.....	70
6.	Værdiansættelse.....	71
6.1	Kapitalomkostning.....	71
6.1.1	Ejernes afkastkrav.....	72
6.1.2	Estimering af den risikofrie rente	72
6.1.3	Estimering af markeds risikopræmie.....	72
6.1.4	Estimering af beta.....	73
6.1.5	Beregning af ejernes afkastkrav	73
6.2	Værdiansættelse ved DCF	73
6.3	Følsomhedsanalyse	75
6.3.1	Omsætningsvækst i terminalperioden	75
6.3.2	Omsætningsvækst i budgetperioden	75
6.3.3	Ændring af EBITDA-margin	76
6.3.4	WACC.....	76
7.	Konklusion	77
8.	Litteraturliste.....	79
	Tabeloversigt	86
	Figuroversigt.....	87
	Bilagsoversigt.....	88

1. Indledning

I 1982 etablerede den danske guldsmed Per Enevoldsen og hans kone Winnie en juvelerbutik, der senere skulle blive til Pandora. I begyndelsen rejste parret ofte til Thailand for at finde smykker til import, men som efterspørgslen steg, flyttede man gradvist fokus til engroshandel med kunder i Danmark. Efter adskillige år som grossister standsede virksomheden i 1987 aktiviteterne i detailledet og med ankomsten af den første interne designer begyndte Pandora at fokusere på at skabe sine egne, unikke smykker¹. I 2000 kom gennembruddet, da Pandora lancerede charms-armbåndskonceptet på det danske marked. Pandora oplevede i de følgende år en massiv vækst og gik ind på nye markeder heriblandt USA i 2003² og Australien i 2004³.

Siden børsnoteringen er Pandora ofte blevet kaldt Danmarks vildeste væksteventyr, og aktiekursen er over de sidste 5 år steget fra en emissions kurs på 210 til pr. 5. oktober 2010 til en kurs på blot 51 pr. 2. august 2011 til en kurs på 948,5 pr. 10. maj 2016.



Figur 1: Udvikling i aktiekurs, omsætning og EBITDA

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Bloomberg og Pandoras årsrapporter 2009-2015

I dag opererer og leder Pandora en vertikalt integreret forretningsmodel fra inhouse-design og produktion af smykker til global markedsføring og direkte distribution på de fleste markeder. Pandoras smykker sælges i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter fra over 9.000 forhandlere, herunder omkring 1.600 konceptbutikker. På verdensplan beskæftiger virksomheden over 16.700 medarbejdere, hvoraf 11.000 arbejder i Gemopolis i Thailand, hvor Pandora har fremstillet deres smykker siden 1989.

¹ Pandora.net: The PANDORA story

² Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 28

³ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 47.

Pandora har siden 2010 været børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen med en aktiekapital på 122,3 millioner aktier pr. 31. december 2015⁴. Pandora sendte d. 2. august 2011 en chokmeddelelse ud til aktiemarkedet om, at smykkekoncernen nedjusterede sin forventede indtjening markant og markedet reagerede med et kurshug på 65%⁵. Pandora begrundede nedjusteringen skyldes råvareprisstigninger, men Pandora havde fejllæst markedet eklatant og havde gennem prisstigninger bevægede sig væk fra kernesegmentet affordable luxury. Forventningen til omsætningsvæksten blev nedjusteret fra 30% til nul. Da Købehavnsfondsbørs lukkede var Pandoras samlede børsværdi reduceret fra 19 mia. kr. til 7 mia. kr.⁶. Siden Allan Leighton blev CEO i 2012 er Pandoras markedsværdi vokset til enorme 116 mia. kr. pr. 10. maj 2016. I dag ejer Pandora afrundet 5% af egne aktier⁷. Pr. 9. juni 2016 ejer BlackRock, Inc. 6.234.764 aktier svarende til 5,10% af aktiekapitalen samt stemmerettigheder⁸ og Pandora er som et af de eneste C20-noterede selskaber uden decideret storaktionærer. I 2014 annoncerede Pandora en ny CEO og en ny CFO med tiltrædelse i 2015. Allan Leighton forsætter som næstformand i bestyrelsen og Pandora har for første gang siden børsnoteringen ændret mission og vision gennem en ny strategi.

Disse forhold gør efter min mening Pandora til en yderst interessant virksomhed at værdiansætte.

1.1 Problemformulering

Med udgangspunkt i ovenstående afsnit vil afhandlingens formål være at besvare følgende overordnede problemformulering:

Til hvilken aktiekurs bør Pandoras A/S handles til pr. 16. maj 2016

1.2 Metode og struktur

En værdiansættelse skabes ud fra en såkaldt fundamentalanalyse, hvor både ikke-finansielle og finansielle værdidrivere afdækkes gennem en strategisk analyse og en regnskabsanalyse. Dette gøres for at forstå virksomhedens konkurrencemæssige fordel. Fundamentalanalysens konklusioner videreføres derefter til en budgettering og derigennem værdiansættelse. Afhandlingens overordnede struktur er afbilledet i figur 2:

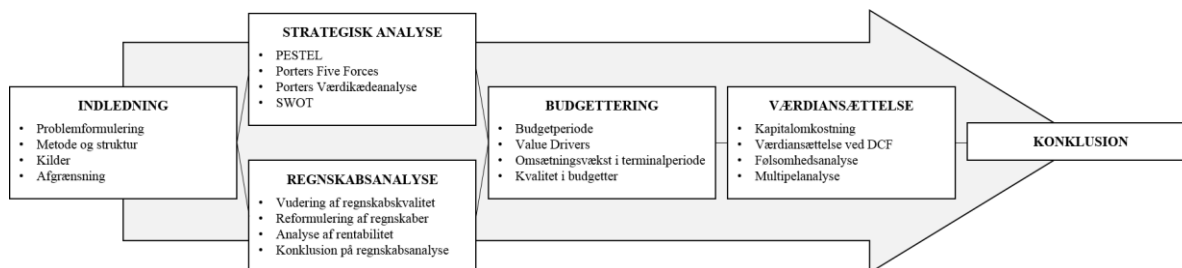
⁴ Euroinvestor.dk: Pandora A/S – Historiske kurser

⁵ Børsen.dk: Chok fra Pandora

⁶ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 1

⁷ Årsrapport 2015, s. 104

⁸ Investor.en.pandora.net: Ownership-profile



Figur 2: Afhandlingens struktur

Kilde: Egen tilvirkning

1.2.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at analysere og identificere de interne og eksterne faktorer, som kan få indflydelse på Pandoras forretningsgrundlag fremadrettet. Forud for den strategiske analyse præsenteres en kort introduktion af Pandora for at skabe en grundlæggende forståelse af virksomheden og de markeder, der opereres i. Således når den strategiske analyse i afsnit 3 hurtigst relevante konklusioner. Præsentationen vil gennemgå de væsentligste forhold, der vurderes særligt relevante for den senere forståelse af Pandoras evne til at skabe værdi. Den strategiske analyse vil tage udgangspunkt i Pandoras kernemarkeder. For at værdiansætte Pandora må man derfor definere de strategiske aspekter af virksomheden såvel som den branche og det makroøkonomiske miljø, virksomheden opererer i. Det indebærer blandt andet, at formålet er at identificere og vurdere den konkrete virksomheds styrker og svagheder i forhold til konkurrenterne samt muligheder og trusler på det marked, hvori virksomheden agerer. Afhandlingen vil gøre dette gennem tre separate analyser, hvor den første analyse vil belyse de makroøkonomiske faktorer, der har betydning for Pandora for at skabe inferens om den fremtidige udvikling i Pandora. Dernæst foretages en brancheanalyse for at vurdere konkurrencen samt vækst og indtjeningsmuligheder, og slutteligt fokuserer afhandlingen på de interne ressourcer gennem en værdikædeanalyse. Disse tre analyser vil være fundamentet til at forstå det strategiske potentiale for Pandora. Forud for den strategiske analyse gennemgås de væsentligste virksomheds- og markedsspecifikke forhold, for at give læser den fornødne baggrundsforståelse.

Den første eksterne strategiske analyse der foretages er en PESTEL-analyse. PESTEL-analysen er en omverdensmodel, der har til formål at afdække de væsentligste forhold i Pandoras fjernmiljø, der ensidigt påvirker selskabet. Det makroøkonomiske miljø analyseres gennem en PESTEL-model, der beskriver de *(P)olitiske*, *(E)conomic/ makroøkonomiske*, *(S)ociale/kulturelle*, *(T)eknologiske*, *(E)nvironmental/miljømæssige* og *(L)egal/lovmæssige* faktorer, der gennem analyseperioden har påvirket Pandoras forretning og som vurderes at påvirke Pandoras fremtidige vækst og rentabilitet i markedet. PESTEL-analysen begrænses til at medtage de faktorer på samfundsniveau, der menes at øve størst indflydelse på de finansielle værdidrivere.

Efter PESTEL-analysen fortages en branche analysen gennem Porters Five Forces for at vurdere branchens indflydelse på Pandoras evne til at skabe aktionærværdi. Modellen tager udgangspunkt i fem grundlæggende kræfter, der tilsammen definerer konkurrencestrukturen i branchen.

Brancheanalysen er et vigtigt redskab til at estimere fremtidige profitabilitetsniveauer og vurdere væsentlige risici for Pandoras forretningsområder. Trods kritikken af, at Porters Five Forces er for statisk og kan miste sin kvalitet, når den benyttes i et dynamisk miljø, som er i konstant udvikling, anvendes modellen og vil imødegå kritikken ved, udover at kortlægge den nuværende konkurrenceintensitet forsøge at stræbe efter at forudsige de fremtidige kræfter.

Efter de eksterne analyser vurderes Pandoras interne forhold gennem en analyse af virksomhedens værdikæde gennem Porters Værdikædeanalyse. Formålet er at identificere de vigtigste værdiskabende enheder i Pandora for at kunne vurdere selskabets konkurrencefordele og mulighed for at vinde markedsandele i budgetperioden⁹. Samtidig vil den interne analyse vurdere, om Pandora er i stand til at skabe aktionærværdi gennem effektiviseringer af indtjenings- og omkostningsforholdet.

Værdikædeanalysen inddeler virksomhedens aktiviteter i en sekventiel kæde af primære aktiviteter, som supporteres af en række støtteaktiviteter. Virksomhedens kompetencer skabes ikke alene i kædens enkelte led, men også ved dens evne til at sammenkoble disse. De vurderes essentielle ved værdiansættelsen, da de er stærkt medbestemmende for at vurdere muligheden for at vinde markedsandele og øge marginer¹⁰. Porters værdikæde har flere kritikpunkter, hvoraf de vigtigste i forhold til værdiansættelsen er, at analysen kun ser på allerede eksisterende værdier og kæder i virksomheden og dermed kun giver et øjebliksbillede af virksomhedens værditilførsel. For en værdiansættelse er fremtiden helt essentiel ligesom udviklingen af, hvordan værdikæden vil tage et holistisk udgangspunkt i analysen, hvori elementer fra den præsenterede strategi inkorporeres. Derudover tilpasses den oprindelige værdikædeanalyse, så den passer til Pandoras organisation.

Afslutningsvis konkluderes den strategiske analyse i en SWOT, hvor delkonklusionerne fra den eksterne- og interne analyse inddeles i fire kategorier (styrker/svagheder og muligheder/trusler) for at give et samlet overblik over den strategiske analyse.

1.2.2 Regnskabsanalysen

Regnskabsanalysen anvendes til vurdering af Pandoras historiske rentabilitet ved at afdække de finansielle værdidrivere, der har haft størst betydning for den historiske værdiskabelse og den

⁹ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 92

¹⁰ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 191

danner fundamentet til den senere budgettering. Indledningsvis foretages en vurdering af regnskabskvaliteten for at sikre et ensartet datagrundlag over hele analyseperioden. På den måde sikres at eventuelle udviklingstendenser drives af ændringer i driften og ikke ændringer i regnskabspraksis. Regnskaberne reformuleres derefter til analysebrug, så der i den efterfølgende rentabilitetsanalyse kan etableres niveauer og udviklingstendenser på baggrund af den historiske rentabilitet, vækst og risiko. De estimerede rentabilitetsnøgletal sammenlignes med en peer-group for at vurdere Pandoras økonomiske performance med sammenlignelige virksomheder. Analyseperioden strækker sig fra børsnoteringen og regnskabsåret 2010 til årsregnskabet 2015. Regnskabsanalysen foretages yderligere på koncernniveau, eftersom Pandora ikke dekomponerer resultatopgørelse og balance i forretningsenheder. Det noteres, at en regnskabsanalyse på hver enkelt forretningsenhed vil danne et mere præcist grundlag for den senere budgettering, men det vurderes samtidig at skabe mere støj end gavn at estimere både omkostningsniveauet og aktiv/passiv-niveauet for hver enkelt forretningsenhed.

1.2.3 Budgettering

På baggrund af regnskabsanalysen og den strategiske analyse udarbejdes et retvisende proforma regnskab forud for selve værdiansættelsen. DCF-modellen baseres teoretisk set på tilbagediskontering af en uendelig pengestrøm, men i praksis fastsættes en budgethorisont, hvorefter virksomhedens value drivers antages at stabiliseres¹¹. Budgetteringsafsnittet fastsætter indledningsvis en budgetperiode på baggrund af relevante delkonklusioner fra den strategiske analyse om vækstudsigter og Pandoras konkurrencemæssige fordele. Herefter gennemgås budgetforudsætningerne og value drivers, der danner rammen for proforma regnskaberne, så det sikres at budgettet artikulerer. Væksten i terminalperioden, som er Pandoras langsigtede steady state-niveau, gennemgås og afslutningsvis diskuteres kvaliteten af budgetterne.

Budgettet inkluderer resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse (frit cashflow). Hermed tilsikres, at der er den nødvendige sammenhæng mellem disse opgørelser, hvilket er med til at minimere fejl.

1.2.4 Værdiansættelsen

Værdiansættelsen af Pandora tager direkte afsæt i den budgetterede resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse. Til værdiansættelsen benyttes den kapitalværdibaserede model, The Discounted Cash Flow Model herefter DCF-modellen, da denne jf. professor ved Institut for Regnskab og Revision på Copenhagen Business School, Thomas Plenborg, lever op til de grundlæggende krav til en god værdiansættelsesmodel¹². DCF-modellen benyttes ydermere i vidt

¹¹ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 177

¹² Børsen.dk: Værdiansættelse af virksomheder – krav til en god værdiansættelsesmodel: 1) præcision 2) realistiske forudsætninger 3) Brugervenlig 4) forståelig

omfang i praksis, da den anses uafhængig af regnskabspraksis¹³. Da forskellige kapitalværdibaserede værdiansættelses metoder skal give samme værdiestimat inddrages EVA-modellen for at sikre validiteten i DCF-beregningerne.

Identificeringen af virksomhedens værdiestimat ved DCF-modellen beregnes ved at tilbagediskontere budget- og terminalperiodens frie pengestrømme. Tilbagediskonteringsfaktoren udtrykkes ved WACC som er virksomhedens vægtede gennemsnit af kapitalomkostningerne for den rentebærende gæld og af egenkapitalen og matcher Pandoras langsigtede kapitalstruktur. Egenkapitalsomkostningerne skal svare til aktionærernes afkastkrav ved en alternativ investering med samme risiko og beregnes ved hjælp af CAPM under dennes forudsætninger på trods af den evige debat blandt forskere. CAPM modellen anvendes, da den giver en god referenceramme til ideen bag den systematiske risiko og det dertil påkrævede afkast. Den systematiske risiko måles ved beta. Beregningen af betaestimatet suppleres med brancheestimer beregnet af Aswath Damodaras, da han er en af de mest anvendte referencer i praksis og bygger på egne estimer på empirisk analyseret data¹⁴.

Kritikken af DCF-modellen går hovedsageligt på forudsætningen om, at al overskydende kapital reinvesteres i projekter med en netto nutidsværdi lig nul. Ifølge Thomas Plenborg hersker en tendens i praksis om, at virksomheder akkumulerer overskudslikviditet, hvilket strider imod modelforudsætningerne¹⁵. For at imødegå dette kritikpunkt antages det, at Pandora udlodder al overskydende likviditet i den periode den opstår.

1.2.5 Følsomhedsanalyse

Da DCF-modellen bygger på en række budgetforudsætningen suppleres værdiansættelsen med en følsomhedsanalyse. Formålet er primært at kontrollere, om modellen virker efter hensigten og for at teste, hvor robust værdiestimatet er under alternative forudsætninger¹⁶. Følsomhedsanalysen centrerer om de budgetforudsætninger fra den strategiske analyse, der er forbundet med størst usikkerhed eller har størst påvirkning på værdiestimatet.

1.3 Kilder og kildekritik

Denne afhandling anvender årsrapporter, ledelsespræsentationer og selskabsmeddelelser udgivet af Pandora. I henhold til værdipapirhandelsloven er Pandora forpligtet til at offentliggøre alle forhold, som kan yde påvirkning på aktiekursen. Hertil benyttes data fra databaser, der kræver særlig adgang leveret af Copenhagen Business School. Derfor vil den benyttede information

¹³ Børsen.dk: Værdiansættelse af virksomheder

¹⁴ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 211

¹⁵ Børsen.dk: Værdiansættelse af virksomheder

¹⁶ Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, s. 362

stamme fra både analytikere, brancheeksperter og offentligt materiale fra Pandora. Det vurderes, at materialet udarbejdet af Pandora er pålideligt trods eventuelle motiver om at fremstå bedst muligt. Årsrapporter er yderligere godkendt af uafhængige revisionshuse, hvilket sikrer troværdighed om oplyste regnskaber. Den benyttede teori vurderes pålidelig, idet den er bekræftet af anerkendte danske og udenlandske lærebøger og ekspertnotater. Der benyttes desuden en række artikler fra uafhængige og anerkendte nyhedssider samt information fra analytikere og brancheeksperter. Dette sikrer, at analysen får et mere holistisk og objektivt udgangspunkt. Informationer fra interesseforeninger vurderes kritisk, da disse kan have et politisk mål og dermed ikke vil forholde sig fuldstændig objektivt. Til determinering af økonomiske og demografiske vækstestimer benyttes publicerede rapporter fra internationale organisationer, da disse analyser substantielt og dybdemæssigt overgår det, der kunne foretages ved egen tilvirkning.

1.4 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænses på en række niveauer for at sikre substantiel og sammenhængende besvarelse af problemformuleringen. Valget af værdiansættelsesmodel blev begrundet i afsnit 1.2.4, hvorfor øvrige modeller ikke benyttes på trods af, de kunne være relevante for besvarelsen. Afhandlingen benytter alene offentligt tilgængelig information og materiale, hvilket er i overensstemmelse med den grundlæggende tankegang bag den fundamentalanalytiske tilgang¹⁷. Generelt anvendes der kun offentligt tilgængeligt materiale indsamlet forud for værdiansættelsens skæringsdato d.16. maj 2016, da Pandora aflagde 1. kvartalsregnskab den dag. Dette bevirker, at senere tilgængelige regnskabsdata ikke er helt ajour. Det noteres, at informationer efter skæringsdatoen kunne have relevans for afhandlingens konklusion. Den estimerede værdi vurderes at være valid, da både kapitalværdibaserede og relative værdiansættelser benyttes og disse primært benyttes i praksis¹⁸.

Realoptionsmodeller vurderes at være værdifulde for en virksomhed som Pandora, da metoden er anvendelig på selskaber med karakteristika som en option¹⁹. Pandora har fri mulighed for at stoppe et nyt koncept, hvis det vurderes ikke at være kommercielt bæredygtigt. Afhandlingen afholder sig dog fra denne metode, da værdiansættelse ved realoptionsmodeller kræver særlig stor indsigt i fleksibilitetsgraden for branchen og Pandora, hvilket ikke har været repræsenteret i indsamlingen af tilgængelige data.

Det antages i afhandlingen, at Pandora ikke foretager opkøb eller frasalg af virksomheder i budget- og terminalperioden, da dette vil øge usikkerheden af estimatet. Derfor antages det, at Pandora

¹⁷ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 22

¹⁸ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 211

¹⁹ Plenborg & Petersen: Regnskabsanalyse for beslutningstager, s. 29

udelukkende vokser organisk, selvom opkøb i smykkebranchen er tilstedeværende. Eftersom Pandora ikke dekomponerer resultatopgørelse og balance i enkelte forretningsområder, så foretages værdiansættelsen som nævnt i afsnit 1.2.2 på koncernniveau. Derfor afgrænses fra at værdiansætte selskabets forretningsområder enkeltvis ved en skønsmæssig fordeling af koncernens regnskabsposter, da det vurderes at skabe mere støj end gavn. Derudover afgrænses fra at foretage en multipel analyse, da Pandora ikke vurderes at hæve en decideret peers-group. I regnskabsanalysen inddrages Tiffany & Co. samt Signet Jewelers, men bruges primært til at vurdere Pandoras rentabilitet. Den relative værdiansættelsesmetode kræver en række forudsætninger, som samme rentabilitet, samlede risiko samt samme regnskabsprincipper²⁰

Slutteligt foretages værdiansættelsen af Pandora ud fra en 'going-concern' betragtning, hvori det forudsættes, at Pandora vil fortsætte sine driftsaktiviteter i uendelighed.

2. Præsentation af Pandora

Den strategiske analyse indledes med en præsentation af Pandoras produktunivers, nøglemarkeder og forretningskoncept.

2.1 Lanceringsstrategi

Pandoras produktsortiment kan overordnet inddeles i Charms og Armbånd, Ringe og Øvrige smykker. Pandora lancerer årligt syv produkter lagt omkring de traditionelle modesæsoner, højtider og mærkedage. Lanceringsstrategien har i høj grad bidraget til væksten i sammenligneligt salg ud af butikkerne, idet den både skaber fornyelse i produktudbuddet og giver øget trafik ind i butikkerne året rundt.

2.2 Produktunivers

2.2.1 Charms og Armbånd

Pandoras klassiske charms-armbåndskoncept 'Moments' bygger på et udvalg af charms og armbånd, som gør det muligt at tilføje og kombinere charms efter eget ønske, så man får et personligt smykke. Der er derfor sjældent to Pandora charms-armbånd, der er ens²¹. I 2013 lancerede Pandora 'Essence Collection', der tilføjede en ny dimension til kategorierne 'Charms og Armbånd'. Kollektionen blev på baggrund af omfattende research kombineret med input fra flere tusinde kvinder verden over²². Pandoras charms-armbåndskoncept har og er stadig altafgørende for Pandoras fremtidige vækst og succes. I 2015 udgjorde omsætningen af Pandoras charms og

²⁰ Børsen.dk: Værdiansættelse af virksomheder

²¹ Årsrapport 2015, s 18

²² Årsrapport 2015, s 18

armbånd 76,3% af den samlede omsætning. Risikoen ved at være så afhængige af et enkelt produkt har fået Pandora til at fokusere på at øge omsætningen af andre smykke kategorier.

2.2.2 Ringe

Ringe var et fokusområde i 2015, hvor man gennem en række nye tiltag bl.a. værktøjer til markedsføring af ringe samt montere til butikkerne, hvor kunderne kan se og prøve produkterne, øget salget af ringe med 73,3% i 2015²³. Kategorien Ringe udgør nu 12,3% af den samlede omsætning og er dermed den næststørste produktkategori.

2.2.3 Øvrige smykker (øreringe, andre armbånd, halskæder og vedhæng)

Ud over ovenstående produkter designer, fremstiller og sælger Pandora øreringe, andre armbånd, halskæder og vedhæng. Kollektionerne er alsidige og kan kombineres med de øvrige produktkategorier, men også bæres alene²⁴. Øvrige smykker udgjorde 11,4% af Pandoras samlede omsætning i 2015, mod 11,6% i 2014. I 2016 vil Pandora sætte større fokus på øreringe med henblik på at videreudvikle denne kategori.

Nedenstående tabel viser hvert produkts andel af den samlede koncernomsætning og den gennemsnitlige årlige vækst målt ved CAGR (Compound Annual Growth Rate).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2010-2015
Charms	4.630	4.639	4.958	6.293	7.933	10.833	18,5%
Pct. af omsætning	69%	70%	75%	70%	66%	65%	
Charms-armbånd Guld og sølv	786	786	846	1.157	1.427	1.923	19,6%
Pct. af omsætning	12%	12%	13%	13%	12%	11%	
Ringe	420	401	427	550	1.192	2.066	37,5%
Pct. af omsætning	6%	6%	6%	6%	10%	12%	
Øvrige smykker	830	832	421	1.010	1.390	1.915	18,2%
Pct. af omsætning	12%	12%	6%	11%	12%	11%	

Tabel 1: Produktspecifikke nøgletal for Pandoras produktkategorier

Kilde: Egen tilvirkning, med udgangspunkt i årsrapporterne 2010-2015

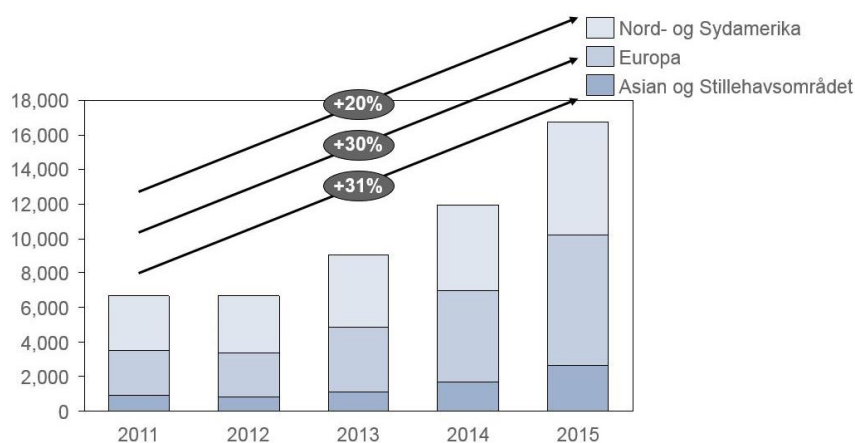
Af tabellen fremgår det, at langt størstedelen af Pandoras nuværende og historiske omsætning drives af charms og charms-armbånd. Pandora er opmærksomme på at øge fokusset på andre produktkategorier, hvor især Ringe har været i fokus og skal være en vækstdriverne fremadrettet.

²³ Årsrapport 2015, s. 19

²⁴ Årsrapport 2015, s. 19

2.3 Salgsregioner

Pandora har siden 2011 inddelt sine markeder geografisk gennem salgsregionerne "Nord- og Sydamerika", "Europa" og "Asien og Stillehavsområdet". Europa er Pandoras største salgsregion og udgør i 2015 45,1% af den samlede koncernomsætning. I den europæiske salgsregion er Storbritannien og Tyskland de største enkelt markeder og udgjorde sammenlagt næsten 20% af den samlede omsætning i regnskabsåret 2015. Italien og Frankrig er to af Europas største smykkemarkeder og er to relativt nye markeder for Pandora og udgør knap 12% af den samlede omsætning²⁵. Salgsregionen "Nord- og Sydamerika" udgør i 2015 39,1% af den samlede omsætning og drives primært af Pandoras største enkelt marked USA, der alene står for næsten 30% af den samlede omsætning i 2015. Asien og Stillehavsområdet udgør i 2015 15,8% af den samlede koncernomsætning og drives af et andet af Pandoras kernemarkeder Australien som tegner for godt 7% af den samlede koncernomsætning. I denne salgsregion er verdens største smykkemarked Kina inkluderet, som er Pandoras strategiske kernemarked for fremtiden. I Figur 3 er den salgsudviklingen i de tre salgsregioner og den gennemsnitlige vækst pr. år for hver region



Figur 3: Salgsudviklingen i Pandoras salgsregioner

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporterne 2011 - 2015

De tre salgsregioners vækstrater har over perioden 2011 til 2015 ændret indbyrdes størrelsesforhold, som betyder at en større andel af koncernomsætningen genereres i Asien og Stillehavsområdet på bekostning af Nord- og Sydamerika. Det samme er gældende for salgsregionen Europa. I 2015 steg omsætningen i forhold til 2014 i Nord- og Sydamerika med 32%, Europa steg med 42% og Asien og Stillehavsområdet steg med 58%²⁶.

²⁵ Årsrapport 2015, s. 27

²⁶ Årsrapport 2015, s. 5

2.4 Pandoras brand

Pandora brandets DNA er et vigtigt værktøj, der er med til at sikre, at Pandoras præsenterer sit brand på samme måde i hele verden. Selvom brandet er det samme på alle markeder, er der dog en vis fleksibilitet med hensyn til, hvordan brandet præsenteres. På visse markeder kan det besluttes, at der lægges mere vægt på '*Affordable Luxury*' og på andre '*Personal Expression*' eller '*Contemporary Design*', som er de tre vigtigste elementer:

- **Affordable Luxury** fastlægger Pandoras brandposition på markedet for tilgængelige luksusvarer, som karakteriseres af smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser.
- **Contemporary Design** gælder såvel brand som design. De skal være stilfulde og matche kundernes ønske om et moderne og tidløst udtryk. Pandora designer produkter til deres målgruppe, som er kvinder mellem 25 og 50 år. Det er derfor vigtigt, at smykkerne ikke bliver alt for modeprægede og sammenlignelige med såkaldt "fast fashion" som fx H&M og Bestseller er blevet indbegrebet af. Deres tøj er nemlig så billigt og modepræget, at mange kvinder vil lægge det fra sig efter at have brugt det få gange.
- **Personal Storytelling** henviser til, at enhver kollektion skal indeholde smykker i stil med armbåndskonceptet, der lader det være op til kunden selv at sammensætte sit eget smykke ved at kombinere forskellige elementer. Kunderne skal på den måde anvende smykkerne til at udtrykke deres personlige historie for at mindes uforglemmelige øjeblikke og begivenheder i deres liv. Det såkaldte "Create and Combine"-koncept har den store fordel, at det giver kunderne mulighed for at købe det antal produkter, som deres økonomi tillader dem på et givent tidspunkt – og fuldende deres individuelle smykkесamling med tiden og udvikle den i forhold til skiftende smag og økonomi.

2.5 Organisationsændringer

I august meddelte Pandora, at Anders Colding Friis skulle efterfølge Allan Leighton som ny CEO i marts 2015²⁷. Allan Leighton blev samtidig valgt til næstformand for bestyrelsen og vil derfor stadig have stor indflydelse på Pandora fremadrettet. Den 1. januar 2015 skal tidligere Senior Vice President efterfølge Henrik Holmark som CFO i Pandora²⁸. Allan Leighton kan i sin tid som CEO for Pandora og som forhenværende bestyrelses formand tilskrives en stor del af den kæmpemæssige succes Pandora er undergået de sidste 4 år. Efter den tidligere direktør Mikkel Vendelin Olesen fratrådte sin stilling øjeblikkeligt som CEO efter den historiske nedjustering tilbage i 2011²⁹. Allan Leighton, der sad som bestyrelsesformand har senere afvist i forbindelse med

²⁷ Årsrapport 2014, s. 6

²⁸ Årsrapport 2014, s. 6

²⁹ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 141

tiltalen om at Pandora havde overtrådt værdipapirhandelsloven omhandlende offentliggørelse af relevant intern viden, at Pandoras fejl dispositioner op til nedjusteringen alene kan henføre til Mikkel Vendelin Olesen og ikke bestyrelsen³⁰.

2.6 Præsentation af forretningsstrategi

Pandoras langsigtede vision har siden 2011 været at blive verdens mest anerkendte smykkebrand gennem fire strategiske søjler. I 2015 ændrede man denne vision til at blive verdens mest elskede smykkebrand og de fire strategiske søjler, der danner fundamentet for alt hvad PANDORA foretager, blev ligeledes ændret³¹.

- **Komplet smyksesortiment.**
 - Charms og Armbånd er stadig den vigtigste produktkategori, men samtidig videreudvikles de andre smykke kategorier én efter én. Siden 2013 er der arbejdet på at udvikle kategorien Ringe og i 2016 vil der være øget fokus på Øreringe.
- **Afbalanceret global virksomhed:**
 - Mindske afhængigheden af enkeltmarkeder ved at fortsætte udviklingen på de etablerede markeder samt øge omsætningsandele på nye markeder og vækstmarkeder.
- **Shoppingoplevelse med fokus på brandet:**
 - Øge antallet af Pandora-ejede konceptbutikker og eStores med henblik på e-handel.
- **Èt brand – udvalgte segmenter:**
 - Oplevelsen af at Pandoras brand skal være ens over hele verden. I 2014 gennemførte Pandora et segmenteringsstudie for at kortlægge de vigtigste kundesegmenter på de enkelte markeder. I de kommende år vil salgskanalerne, produkterne og kommunikationen tilpasses, så de når ud til de mest relevante segmenter.

I det kommende afsnit vil de vigtigste punkter af Pandoras justerede strategi blive uddybet.

2.6.1 Et mål om global vækst

Pandora fortsatte i 2015 med at øge tilstedeværelsen på nye markeder og samtidig øge omsætningen på de etablerede markeder. Dette blev gjort gennem løbende fornyelse og udvikling af produktudbud og optimering af butiksværker.

³⁰ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 150

³¹ Årsrapport 2015, s. 17

2.6.2 Vækst på nye markeder

Pandora har som strategisk mål at mindske afhængigheden af enkeltmarkeder og søge vækstmuligheder ved at øge den geografiske udbredelse og væksten på nye markeder. Pandora anvender et koncept til nye markeder, der skal sikre, at markedsmulighederne udnyttes optimalt.

Det global smykkemarked udgør i dag en værdi på ca. DKK 2.100 mia. (2015) og ventes ifølge Euromonitor International at stige til DKK 2.500 mia. frem mod 2018. Asien, primært Kina og Indien, vil stå for en stor andel af denne vækst. Asien er stadig en ny region for Pandora og repræsenterer derfor et stort vækspotentiale. Siden 2009 har Pandora haft aktiviteter i regionen, men har fortsat kun en begrænset tilstedeværelse på de store smykkemarkeder som fx Kina og Japan. I 2016 vil fokus øges på Kina og Japan, der tilsammen repræsenterer næsten 1/3 af det globale smyksesalg. I Europa er Frankrig og Italien nogle af de største smykkemarkeder og de stod for omkring 12% af den samlede omsætning i 2015. Pandora mener selv, at der fortsat er stort potentiale på disse markeder, hvorfor aktiviteten forøges.

2.6.3 Fortsat vækst på etablerede markeder

Pandoras forretningsmodel er stærk, idet signaturproduktet charms-armbånd opfordrer kunden til at blive ved med at købe charms. Derudover ser Pandora også store muligheder i at udnytte genkendeligheden af brandet inden for andre smykke kategorier på de etablerede markeder, hvor Pandora står stærkt. USA, Storbritannien og Australien er blandt de vigtigste etablerede markeder og udgjorde tilsammen omkring 50,8% af koncernens samlede omsætning. I 2015 steg omsætningen i Storbritannien og Australien med henholdsvis 50,4% og 39% drevet af stigende salg af Charms og Armbånd samt Ringe. I USA steg omsætningen med næsten 35% drevet af en positiv udvikling i sammenlagt salg ud af butikkerne i alle andre områder end det nordøstlige USA.

2.6.4 Vækst på såvel de etablerede som nye markeder.

Ifølge Pandoras medarbejdere i Storbritannien er der to steder, hvor en britisk kvinde vil fortælle hele sin livshistorie til en helt fremmed person: Hos damefrisøren og i en af Pandoras butikker. Salgstilgangen i butikken får kvinderne til at føle sig godt tilpas og åbne op, men det ikke kun oplevelsen. De britiske kvinder er også meget modebevidste og ønsker, at moden er personlig, af høj kvalitet og har den rette pris. Hvilket er Pandoras brand DNA. Storbritannien er i dag Pandoras næststørste marked målt på årsomsætning og oplevede vækst på 17,7% i forhold til 2014.

Kina er uden sammenligning verdens største smykkemarked med en anslået værdi på ca. USD 97 mia. Pandora indtog det kinesiske marked i 2011 via en række distributører, herunder Oracle Investment Limited, der er en distributør partner med stort kendskab til Kina og landets smykkemarked. Der foreligger stadig et stort uudnyttet potentiale, og i 2015 indgik Pandora en ny aftale med Oracle for at opnå mere vækst. I henhold til den nye aftale vil Oracle bruge sin

lokalviden til at identificere ideelle beliggenheder til yderligere Pandora butikker, som Pandora selv overtager, når de åbner. Pandora forventer en markant øget tilstedeværelse i Kina, før der tages fuld kontrol over driften ved aftalens udløb i 2018.

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til hensigt at kortlægge ledelsens handlinger og tiltag for at kunne vurdere, om virksomheden er i stand til at skabe et merafkast til sine aktionærer³². For at værdiansætte Pandora må man derfor definere de strategiske aspekter af virksomheden såvel som den branche og det makroøkonomiske miljø virksomheden opererer i. Det indebærer blandt andet, at formålet er at identificere og vurdere den konkrete virksomheds styrker og svagheder i forhold til konkurrenterne samt muligheder og trusler på det marked, hvori virksomheden agerer. Afhandlingen vil gøre dette gennem tre separate analyser, hvor den første analyse vil belyse de makroøkonomiske faktorer, der har betydning for Pandora for at skabe inferens om den fremtidige udvikling i Pandora. Dernæst foretages en brancheanalyse for at vurdere konkurrencen samt vækst og indtjeningsmuligheder og slutteligt fokuserer afhandlingen på de interne ressourcer gennem en værdikædeanalyse. Disse tre analyser vil være fundamentet til at forstå det strategiske potentiale for Pandora.

3.1 PESTEL

Det makroøkonomiske miljø analyseres gennem en PESTEL-model, der beskriver de *(P)olitiske*, *(E)conomic/ makroøkonomiske*, *(S)ociale/kulturelle*, *(T)eknologiske*, *(E)nvironmental/miljømæssige* og *(L)egal/lovmæssige* faktorer for at vurdere den potentielle påvirkning på Pandoras fremtidige forretning. For at maksimere effektiviteten af læserens tid, vil afhandlingen introducere dele af PESTEL-modellen i overensstemmelse med deres relevans. Konklusionerne vil danne grundlaget for den senere budgettering og vil fungere som inspiration til de senere scenarier i følsomhedsanalysen. Der fokuseres i analysen på de markeder, som har størst indvirkning på Pandora og er præsenteret i nedenstående tabel:

Etablerede markeder	Nye- og vækstmarkeder	Produktionsmarked
USA, UK, Tyskland, Australien	Kina	Thailand

Tabel 2: Pandoras strategiske nøglemarkeder
Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Årsrapporten 2015

I nedenstående tabel 3 er de makrofaktorer i Pandoras omverden, der ud fra analysen er vurderet at have størst indvirkning på Pandoras vækst og lønsomhed.

³² Børsen.dk: Værdiansættelse af virksomheder

Faktor	Konsekvenser	Indflydelse
Politiske og lovgivningsmæssige forhold		
Ikke finansielle værdidrivere:		
Politisk (u)stabilitet	Produktionen afhænger alene af Thailand og thailandsk lovgivning	↘
Handelsaftaler	Handelsaftaler mellem EU og Kina, men udfordringer med protektionisme	↗
Brexit	Handelsaftaler mellem EU og UK, men øget usikkerhed og dæmpet forbrug	↘
Selskabsskat	Skattefritagelse forlænget i Thailand og udsigt til sænkning af den danske selskabsskat	↗
Søgsmål	Fremtidige tvister kan skade brandet	↘
Pantenter	Pandora fokus på især Kina åbner samtidig op for verdens største kopimarked	↘
Økonomiske forhold		
Økonomisk vækst	Den amerikanske økonomi er i fremdrift	↗
	Den europæiske økonomis genopretning drives især af øget forbrug, men stadig afdæmpet vækst med levn fra den finansielle krise	→
	Rebalancering af Kinas økonomi og øget gæld	↘
Arbejdsløshed	Lav arbejdsløshed giver flere forbrugere	↗
Udvikling i råvarepriser	Stadig lav oliepris øger privatforbruget på Pandoras afsætningsmarkeder	↗
	Stigende guld- og sølvpriser øger råvareomkostningerne og sænker bundlinjen, men råvareprisen er stadig på et lavt niveau	→
Udvikling i valutakurser	Påvirker rapporteret top- og bundlinje i både positiv og negativ retning	→
Sociokulturelle forhold		
Voksende middelklasse	Højere indkomst til forbrug og øget population på det kinesiske marked	↗
Mode og forbrugstendenser	Øget vækst i brandede smykker og fast fashion tendens	↗
Teknologiske forhold		
E-handel	Stærkt voksende marked, men øger også prisgennemsigtighed og konkurrencen	↗
Teknologisk udvikling	Øger muligheden for at identificere forbrugsadfærd og voksende middelklasser	↗
Miljømæssige forhold		
Miljøkrav	Større fokus på bæredygtighed kan øget salget, men også hæve omkostningerne	→

Tabel 3: Opsummering af PESTEL-analysen
Kilde: Egen tilvirkning

3.1.1 Politiske og lovmæssige forhold

3.1.1.1 Politisk (u)stabilitet

For Pandora, der er tilstedeværende i mere end 100 lande har de politiske og lovmæssige forhold en afgørende betydning for virksomheden. Hvor de etablerede økonomier ofte yder både politisk og lovgivningsmæssig stabilitet, så kan nyere økonomier ikke give det samme og en politisk stabilitet kan være nøglen til forskellige strategiske beslutninger. Pandoras produktionsanlæg og

produktudvikling er koncentreret i Thailand, hvorfra der leveres produkter til fire distributionscentre rundt om i verden. Med hele smykkeproduktionen beliggende i Gemopolis er Pandora afhængige af arbejdsmarkedets lovgivning i Thailand. De kapacitetsbeslutninger Pandora har truffet, først i 80'erne og i 2015 med annonceringen af et nyt produktionsanlæg³³, indebærer en langsigtet forpligtelse, hvor ændringer i arbejdsmarkedetslovgivningen kan have en afgørende betydning for succes af disse.

Det vil være uundgåeligt at forsyningssiden af smykker til Pandoras efterhånden tusindvis af forhandlere ikke påvirkes af interne forhold i Thailand. Alt fra en stramning af import- eller eksportpolitikken til politisk uro og strejke kan få indflydelse på Pandoras leveringsevne til markederne, når Pandora ikke har produktionsanlæg udenfor Thailand, som kan tage over, hvis den thailandske produktion svækkes. Trods politisk uro i Thailand i 2010 og senest i 2014 har det kun ført til kortvarige afbrydelser i forsyningskæden³⁴. Tilbage i 2008 førte politisk uro i Thailand til lukning af lufthavnene i Bangkok, hvilket forhindrede Pandora i at sende sine produkter ud af landet planmæssigt og koncernens forsyningskæde blev afbrudt i en periode³⁵. De ukontrollerbare forhold i Thailand sammenholdt med det faktum at fabrikken ligger langt fra Pandoras suverænt største marked i USA har dog ikke ført til produktionsanlæg uden for Thailands grænser.

3.1.1.2 Handelsaftaler

På salgssiden er Pandora særligt eksponeret overfor handelsaftaler. Europa og Kina er verdens to største handelspartnere og Kina er Europas næststørste handelspartner efter USA³⁶. Siden 2003 har Kina og Europa haft et strategisk partnerskab, men en handelsaftale vil sikre europæiske virksomheder en forbedret adgang til det kinesiske marked. Told og andre handelshindringer vil hurtigt og effektivt forsvinde, og udenlandske virksomheder vil kunne investere i et mere sikkert og attraktivt miljø. Det vil gøre Pandora mere konkurrencedygtige i verdens største smykkemarked Kina. EU er imidlertid utilfreds med Kinas protektionistiske foranstaltninger³⁷ og hvis Kina vælger at følge protektionismen som den indiske regering valgte³⁸ vil yderligere handelsbarrierer potentielt kunne hæmme Pandoras vækstpotentiale i Kina. Dette forhold vil behandles i følsomhedsanalysen.

3.1.1.3 Brexit

Den 23. juni 2016 stemte Storbritannien sig ud af EU, hvilket kan skabe usikkerhed for det europæiske samarbejde både politisk og økonomisk. Det er hidtil uset, at et medlemsland forlader

³³ Årsrapport 2015, s. 7

³⁴ Årsrapport 2014, s. 35.

³⁵ Børsprospekt 2010, s. 17

³⁶ European Commission: Countries and Regions – China

³⁷ Europa Parlamentet: Emneblade om Den Europæiske Union 2016: Asien-Stillehavet

³⁸ Politiken.dk: Verdens bosser slår alarm mod protektionisme

den europæiske union, hvilket gør det indvirkningen enorm vanskeligt at vurdere. Brexittet af EU vil som første konsekvens svække Storbritanniens økonomiske status og udtrykker sig i et faldende pund. Den næste konsekvens vil være en forøget økonomisk og politisk usikkerhed for det europæiske samarbejde³⁹. Euromonitor vurderer, at den øgede usikkerhed vil skade den britiske forbrugertillid og sætte en dæmper på privatforbruget⁴⁰. Det følger af Lissabontraktaten at en udmeldelsesproces er fastsat til at vare op til to år og udfaldet af forhandlingerne kan blokere frihandlen mellem Storbritannien og EU. Tilbage i marts 2016 annoncerede den britiske finansminister George Osborne, at Storbritannien ville sænke deres selskabsskat fra 20 procent til 17 procent i 2020⁴¹, men efter udmeldelse af EU vil den britiske regering sænke selskabsskatten ned under 15 procent⁴². Usikkerheden omkring Brexit gør det svært at vurdere konsekvenserne. Den økonomiske vækst formodes dæmpet, men ikke i samme omfang som den finansielle krise. Meget vil afhænge af exit-forhandlingerne og Storbritanniens evne til at forhandle handelsaftaler på plads i tide. Storbritannien er Pandoras næststørste marked efter USA målt på årsomsætning⁴³ og effekterne af Brexit vil virke hæmmende for Pandora, der har en væsentligt forbruger- og indtjeningseksposering i Storbritannien. Aktiemarkederne lader til at være kommet over den første chokbølge, og det vurderes at subjektive skøn af konsekvenserne for Pandora vil skabe mere støj end gavn for afhandlingen.

3.1.1.4 Skat

Pandoras skattefordele i Thailand omfatter fritagelse fra thailandsk selskabsskat for Pandora Production Co. Ltd. samt udbytte til aktionærer fra dette selskab. Hertil kommer en fritagelse for importafgifter på visse maskiner og råvarer, som indføres i Thailand. Pandora har fået forlænget sin aftale om skattefritagelse i Thailand frem til fjerde kvartal 2019⁴⁴. Udløb af denne aftale vil medføre en kraftig stigning i selskabets skatteomkostninger.

Som dansk virksomhed er Pandora skattepligtig i Danmark, hvor folketinget i juni 2013 vedtog en gradvis nedsættelse af selskabs- og virksomhedsskatteprocenten fra 25% til 22% i 2016. Forhandlingerne om en ny skattereform skulle være igangsat i foråret 2016, men er skubbet til efteråret 2016 for at tage afsæt i en ny økonomisk 2025-plan⁴⁵. Ifølge Cepos bør den danske regering følge briterne, hvis de vælger at sænke selskabsskatten til 15 procent og Dansk Industri er enige i, at regeringen skal sikre, at den danske selskabsskat er konkurrencedygtig⁴⁶. En

³⁹ Børsen.dk: Et afgørende valg for hele EU

⁴⁰ Euromonitor International: Brexit and the Implications for the Consumer Goods Industry

⁴¹ Finans.dk: Storbritannien banker selskabsskatten endnu længere ned

⁴² Nyheder.tv2.dk: Efter brexit – nu overvejer de at sænke selskabsskatten markant

⁴³ Årsrapport 2015, s. 28

⁴⁴ Børsen.dk: Pandora fritages for skat i Thailand frem til 2019

⁴⁵ Børsen.dk: Løkke skubber skattereform til efteråret

⁴⁶ Børsen.dk: Cepos om lavere selskabsskat i UK – Danmark skal gå samme vej

nedsættelse af selskabsskatten vil have en direkte effekt på Pandoras overskud, da det medfører en lavere effektiv skattesats.

I maj 2015 indgik Pandora forlig med SKAT vedrørende transfer-pricing revision for årene 2009-2014. SKAT og Pandora var ikke enige om den gældende prisfastsættelsesmetode i koncernen. Efter dialog med SKAT besluttede Pandora at indgå et forlig, hvormed Pandora vil allokere en højere andel af koncernens resultat til Danmark. I henhold til aftalen skulle Pandora betale et beløb på DKK 995 mio. til SKAT, hvilket dækker yderligere skattebetalinger og renter for de seks år. Hele beløbet er betalt i 2015⁴⁷. Forliget betyder, at den effektive skattesats vil stige som følge af en højere skatteomkostning. Ifølge Pandora kommer skattesmækket ikke til at få indflydelse på det igangværende aktietilbagekøbsprogram eller planlagte anlægsinvesteringer⁴⁸.

3.1.1.5 Søgsmål

Pandora har fra tid til anden været part i forskellige retssager om royalties og kursmanipulation. Med lanceringen af armbåndskonceptet i 2000 blev Pandora beskyldt af Lise Aagaard for kopiering af hendes Troldekugler. Mønsterværnet, der er smykkebranchens tvisteløsningsorgan⁴⁹ afgjorde, at Pandora ikke havde kopieret hendes koncept og sagen blev formelt afsluttet. I 2005 indgik Per Enevoldsen og Pandora en aftale med netop Lise Aagaard, der senere i endte i Højesteret. Aftalen forpligtede Lise Aagaard til at udarbejde produktionsinstrukser samt oplære Pandoras ansatte i Thailand, så de teknisk blev i stand til at producere glasperler. Derudover skulle hun hvert år designe en kollektion af glasperler til Pandoras armbånd og aftalen ville hvert kvartal bringe Lise Aagaard Copenhagen en royaltybetaling på 12,5 procent af Pandoras samlede nettoomsætning på glasperler frem til år 2030⁵⁰. Frem mod børsnoteringen i 2010 forsøgte Pandora at komme ud af aftalen og Lise Aagaard tilbød at ophæve aftalen mod, at hun fik knap DKK 385 mio. Pandora argumenterede i Sø- og Handelsretten for, at aftalen havde til hensigt at hæmme konkurrencen og fik i første omgang medhold⁵¹. Dommen blev anket til Højesteret af Lise Aagaard og i 2012 omstødte Højesteretten dommen og Pandora skulle fortsat betale royalties til Lise Aagaard⁵². I 2013 offentliggjorde Pandora, at de havde indgået et forlig med Lise Aagaard om at betale DKK 190 mio. mod annullering af royaltyaftalen⁵³.

Pandora blev i 2013 tiltalt for at have overtrådt loven for værdipapirhandel⁵⁴. Tiltalen omhandlede Pandoras nedjustering af omsætningsvæksten til 0 procent i 2011. Ifølge tiltalen havde ledelsen i

⁴⁷ Årsrapport 2015, s. 5

⁴⁸ Business.dk: Skattesmæk. Pandora skal betale knap en milliard i ekstra skat

⁴⁹ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 27

⁵⁰ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 59

⁵¹ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 59

⁵² Business.dk: Pandora får smæk for smykkeugler

⁵³ Investor.pandora.net: Company Announcement No. 75 – 15. March 2013

⁵⁴ Årsrapport 2013, s. 6

Pandora viden om, at interne budgettal og realiserede salg viste, at væksten ville blive betydeligt mindre⁵⁵ og var forpligtede til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden⁵⁶. I december 2014 blev Pandora idømt en bøde på DKK 2 mio. for at have overtrådt loven om værdipapirhandel ved at fortie børsfølsomme oplysninger til skade for aktiemarkedet og aktionærer⁵⁷. Pandora valgte at anke sagen til Østre Landsret og blev i februar 2016 frikendt alle anklager⁵⁸.

Pandora oplyser selv at de er part i en række tvister, som ikke forventes at påvirke Pandoras finansielle eller fremtidige indtjeningsgrad⁵⁹. Det vurderes, at fremtidige søgsmål og tvister kan have en negativ indflydelse på Pandoras brand og derigennem fremtidige vækst.

3.1.1.6 Patenter og varemærker

For et internationalt smykkebrand som Pandora er den gældende konkurrencelovgivning vigtig. For at beskytte sine immaterielle rettigheder som primært omfatter, varemærker, ophavsrettigheder, patenter og design⁶⁰. Selvom Pandora lovgivningsmæssigt er beskyttet af enten designregistreringer eller ophavsrettigheder er kampen mod kopiproducenter stadig tilstede. Pandora besøger producenter, grossister og detailhandlere som sælger kopismykker og fjerne kopier af Pandoras smykker fra internetbutikker. I 2015 fjernede Pandora mere end 4.000 falske Pandora hjemmesider og mere en 81.000 forfalskede varer fra auktionssider⁶¹. Kopivare vil have negativ indflydelse på den fremtidige rentabilitet, men da det vurderes umuligt at kvantificere omfanget og indvirkningen på Pandoras fremtidige resultater vil den senere budgettering ikke behandle kopivarer, da det subjektive skøn vurderes at skabe mere støj end gevinst.

3.1.2 Økonomiske forhold

Udviklingen i den globale økonomi har en væsentlig indvirkning på indtjeningen i virksomheder i forskellige brancher⁶². For en forbrugsdrevet virksomhed som Pandora har den globale økonomiske vækst og specifikke økonomiske forhold på hovedmarkederne af en afgørende betydning. Konjunkturudsving kan påvirke forbrugernes køb af luksusprægede varer og få en væsentlig indvirkning på Pandoras indtjening. Forbrugernes køb af Pandora smykker har tendens til at reduceres i perioder med lav konjunktur, hvor den disponible indkomst er lavere eller substitueres til billigere smykkesegmenter⁶³. Derfor vil de makroøkonomiske forhold belyses ud fra et skønsmæssigt indkomstperspektiv, hvor den disponible indkomst, beskæftigelsen og prisen på

⁵⁵ Information.dk: Fakta – sagen Pandora

⁵⁶ Årsrapport 2013, s. 7

⁵⁷ Borsen.dk: Pandora får millionbøde i storstilet retssag

⁵⁸ Pandora Company Announcement No 286 – 23. February 2016

⁵⁹ Årsrapport 2015, s. 113: Note 5.2 Eventualforpligtelser

⁶⁰ Årsrapport 2015, s. 38

⁶¹ Årsrapport 2015, s. 38

⁶² Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s.84

⁶³ Børsperspekt 2010, s. 13

essentielle råvarer vurderes. Disse er valgt, da den disponible indkomst bestemmer forbrugerens samlede købekraft, beskæftigelsen angiver, hvor mange forbrugere, der har regelmæssig indkomst og prisen på essentielle varer afgør, hvor meget af forbrugerens samlede købekraft, der er tilbage som diskretionære indkomst.

3.1.2.1 Udviklingen i BNP

Udviklingen i BNP beskriver den økonomiske vækst og fungerer som proxy for både den disponible indkomst og ledigheden på Pandoras nøglemarkeder. Det vurderes derfor relevant at analysere den forventede udvikling i BNP nærmere på Pandoras nøglemarkeder. For at skabe inferens om den fremtidige økonomiske tilstand vil udgivelser og forskning fra International Monetary Fund, Den Europæiske Central Bank og Euromonitor inddrages.

Nedenstående tabel 4, angiver den forventede reale vækst i BNP for perioden 2010 – 2021 for Pandoras strategiske nøglemarkeder.

Marked	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
USA	2,5%	1,6%	2,2%	1,5%	2,4%	2,4%	1,8%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,0%
Storbritannien	1,5%	2,0%	1,2%	2,2%	2,9%	2,3%	1,5%	1,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,9%
Tyskland	4,1%	3,7%	0,4%	0,3%	1,6%	1,7%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%
Australien	2,4%	2,6%	3,6%	2,0%	2,7%	2,5%	3,2%	2,9%	3,1%	2,9%	2,8%	2,5%
Kina	10,6%	9,5%	7,7%	7,7%	7,2%	6,9%	6,5%	6,2%	6,1%	6%	5,7%	5,0%

Tabel 4: Forventet udvikling i real BNP på Pandoras strategiske nøglemarkeder
Kilde: Egen tilvirkning med data fra Euromonitor og IMF World Economic Outlook

Ifølge IMF World Economic Outlook 2016 er den globale økonomiske vækst fortsat afdæmpet og væksten i emerging- og udviklingsøkonomier faldt for femte år i træk, mens de modne økonomier fortsatte et beskedent opsving. Den globale økonomi udvikler sig med mindre divergens mellem de udviklede- og emerging- og udviklingsøkonomier. Udviklingen er overvejende drevet af den gradvise opbremsning og rebalancering af den kinesiske økonomi, faldende råvarepriser samt en lempelig pengepolitik i de udviklede økonomier⁶⁴. De faldende råvarepriser, især olien har udløst store indkomststab for olieeksporterende lande som Rusland og gevinster for olieimporterende lande⁶⁵. De olieimporterende lande består i høj grad af de udviklede økonomier som USA, Tyskland og Storbritannien og disse lande er også nøglemarkederne for Pandora, hvorfor de faldende oliepriser kan øge Pandoras performances.

På Pandoras største marked, USA der tegner for godt 30% af den samlede omsætning forventes den økonomiske vækst at stabiliserer sig. Gevinsterne fra en lav oliepris og en stabiliseret økonomi afspejles i en stigende disponible indkomst, øget forbrugertillid og faldende ledighed stimulerer det

⁶⁴ Imf.org: World Economic Outlook, April 2016

⁶⁵ Imf.org: World Economic Outlook, April 2016

private forbrug som den vigtigste vækstfaktor⁶⁶. Forbrugerne er begyndt at handle op i smykker fra billigere segmenter mod mellemprisklassen, men har stadig ikke råd eller ønske om at handle i den dyreste del af smykkemarkedet, High-end luxury⁶⁷. Væksten forventes at fortsætte i moderat tempo, men stagnerer på længere sigt⁶⁸. De lave oliepriser kan få tvetydige konsekvenser for Pandora på det amerikanske marked. På den ene side vil en forbrugerdrevet økonomi drage fordele af lavere råvarepriser, men risikoen i skifergasindustrien trues af stigende gældsgrader, der potentielt kan krakke hele den branche. I så fald vil det få konsekvenser for forbrugere ansat i den branche såvel som for den amerikanske økonomi som helhed. Det vil ikke alene betyde at beskæftigelsen falder, men også udgøre en potentiel risiko for bankerne, som skal absorbere den udeblevne gæld⁶⁹. Væksten forventes at falde i 2016 og derefter ligge stabilt omkring 2%.

I Europa forventes den økonomiske genopretning at fortsætte og er først og fremmest drevet af privatforbruget⁷⁰. Faldende udenlandsk efterspørgsel opvejes af gevinster fra faldende energipriser, en lempelig finans- og pengepolitik og bedre arbejdsmarkedsforhold. Væksten forventes dog at forblive svag som levn fra finanskrisen⁷¹. I Storbritannien forventes den økonomiske vækst at falde i forhandlingsperioden 2016-2017 som følge af Brexit, hvor dalende forbrugertillid og et faldende pund øger usikkerheden⁷². En lav inflation vil dog bidrage til en stigning i husholdningernes disponible realindkomst og med fremgang i arbejdsmarkedet forventes det at understøtte det private forbrug som skal drive BNP-væksten. Dermed vurderes den generelle økonomiske udvikling for USA og EU at bidrage i moderat omfang til Pandoras fremtidige vækst.

Udover USA har det kinesiske marked en afgørende betydning for Pandoras fremtidige vækst. I Kina fortsatte den gradvise nedgang i økonomien på baggrund af lavere investeringsvækst og svagere eksport. Kina har de seneste år oplevet modvind grundet vanskeligheder med at opfylde vækst mål og forøget gæld⁷³. De lavere råvarepriser kan potentielt gavne den kinesiske økonomi og genetablere væksten. Hvis den kinesiske rebalancering mod en mere bæredygtig vækst drevet af forbrug fører til lavere vækst end forecastet, så vil konsekvenserne ikke kun påvirke Kinas økonomi, men bremse hele den globale vækst⁷⁴. Pandoras fremtidige vækst afhænger i høj grad af det asiatiske smykkemarked, hvor man forventer at øge sine markedsandele markant. Grundet

⁶⁶ ECB: Økonomisk Bulletin, Økonomisk Oversigt 4/2016

⁶⁷ Euromonitor: International: Pandora A/S in Personal Accessories (World)

⁶⁸ Imf.org: World Economic Outlook, April 2016

⁶⁹ Bloomberg.com: Next Threat to US Shale Rising Interest Payments

⁷⁰ ECB: Annual Report 2015

⁷¹ Imf.org: World Economic Outlook, April 2016

⁷² Worldbank.org: Global Economic Prospects June 2016 – Divergences and Risks

⁷³ Economist.com: Why China's economy is slowing

⁷⁴ Imf.org: World Economic Outlook, April 2016

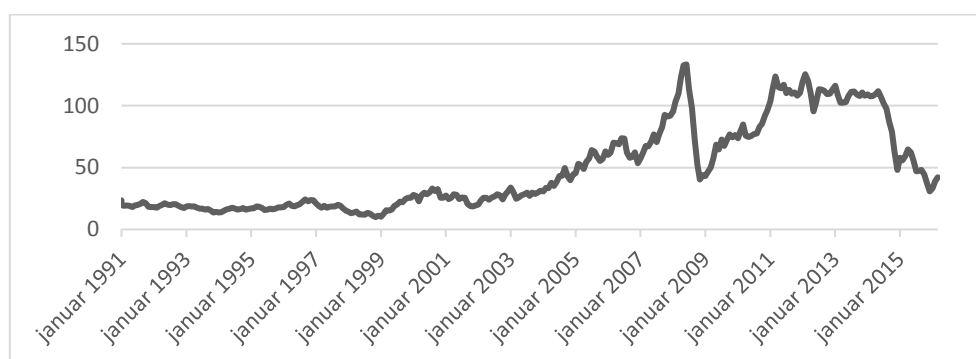
stor ulighed i indkomsterne vil den rige del af Kinas befolkning øge deres diskretionære forbrug og sætte rekord i forhold til andre forbrug som følge af en stærkere realindkomst, og det vil øge markedet for forbrugsgoder⁷⁵. Vækstpotentialet for Pandora er meget afhængig af den asiatiske vækst og vil behandles i følsomhedsanalysen.

3.1.2.2 Arbejdsløshed

Arbejdsløsheden fra 2010 og frem for Pandoras nøglemarked er vist i bilag 1. Arbejdsløsheden er for USA faldet fra næsten 10% til 5% og tendensen med faldende arbejdsløshed siden finanskrisen gælder for etablerede kernemarkeder for Pandora. Ifølge Euromonitor er arbejdsløsheden projekteret til at forblive relativt stabil og lav frem mod 2021, hvilket kan bidrage positivt til Pandora fremtidige vækst.

3.1.2.3 Udvikling i olieprisen

En af de mest opsigtsvækkende begivenheder i nyere tid, der har betydning for prisen på væsentlige varer er springet i olieprisen.



Figur 4: Udvikling i olieprisen pr. tønde i USD
Kilde: Egen tilvirkning, Energistyrelsen

Olie anses for at være en af de vigtigste råvarer og en essentiel pris-driver for stort set alle produkter og omkostningerne for transport. Ifølge research foretaget af BlackRock vil olieprisen ikke stige væsentligt på kort- og mellemlangsig⁷⁶, og det kan have væsentlig indvirkning på Pandoras omsætning, da det kan betyde en øget skønsmæssig indkomst som følge af lavere udgifter til væsentlige varer.

3.1.2.4 Udvikling i valutakursen

Udviklingen i valutakursen er en væsentlig faktor for en virksomhed som Pandora, da både omsætning og omkostninger påvirkes af valutaudsving. Selvom Pandoras rapporterede vækst og omsætning er i danske kroner kommer hovedparten af indtægterne fra amerikanske dollars (USD), australske dollars (AUD), engelske pund (GBP) og euros (EUR). Valutakursudviklingen i USD og

⁷⁵ Euromonitor International: Jewellery in China

⁷⁶ Blackrock.com: Concentrated Pain, Widespread Gain – Dynamics of Lower oil Prices

GBP er særligt vigtige, da USA og Storbritannien er Pandoras største enkeltmarkeder og udgør sammen næsten 45% af den samlede omsætning⁷⁷. Valutakursudviklingen i USD har primært indflydelse på toplinejen, da en stor del af Pandoras omkostninger relaterer sig til råvareindkøb i USD og thailandske baht (TBH), hvor hele produktionen foregår. Pandora er derfor mere eksponeret i forhold til britisk pund end andre valutaer, da valutafluktuation i højere grad vil påvirke bundlinjen. Det er Pandoras politik at afdække valutarisici gennem valutaterminskontrakter, hvor kurserne fastsættes til en bestemt kursværdi. Group Treasury afdækker 100% af risikoen 1-3 mdr. frem, 80% af risikoen 4-6 mdr. frem, 60% af risikoen 7-9 mdr. frem og 40% af risikoen 10-12 mdr. frem på basis af et rullende 12-mdrs. likviditetsbudget⁷⁸. Den senere budgettering vil derfor ikke tage højde for udviklingen i relevante valutaer, da Pandora afdækker størstedelen af valuta risiciene vha. afledte finansielle instrumenter på kort sigt. Derudover er den bedste indikator for valutakursudviklingen det nuværende niveau iflg. "Random Walk teorien"⁷⁹, hvorfor det vurderes at subjektive skøn vil skabe mere støj end gavn for afhandlingen.

3.1.2.5 Udvikling i guld og sølvpriser

Som smykkeproducent Pandora særligt afhængige af råvareomkostninger og de væsentligste råvarer er sølv og guld der indkøbes i USD⁸⁰. I 2011 var Pandoras vækst hæmmet af væsentlige prisstigninger som Pandora havde gennemført som følge af kraftigt stigende råvarepriser. Prisstigningerne bevirkede at Pandora bevægede sig væk fra det deres historisk stærke position centralt i markedet "Affordable luxury" hen mod "Luxury". Af Børsprospektet 2010 fremgår at prisstigninger på råvare ikke nødvendigvis kan overføres til kunderne og derfor kan få væsentlig negativ indvirkning på selskabets virksomhed, driftsresultat og finansielle stilling. Derfor kan råvareprisstigninger som ikke kan overføres til kunderne have negativ indvirkning på Pandoras resultat. Pandora benytter derfor samme strategi for afdækning af råvarerisici som ved valutafluktuationer. Pandora afdækker henholdsvis 100%, 80%, 60% og 40% af det forventede forbrug af guld og sølv de efterfølgende 1-3 måneder, 4-6 måneder, 7-9 måneder og 10-12 måneder. Guld og sølvprisen har de seneste år været faldende, hvilket har givet lavere råvareomkostninger og en øget bundlinje for selskabet. Der henvises til bilag 2 og 3 fra Bloomberg, der viser guld- og sølvprisudviklingen. Modsat vil den for nylige stigning i guld- og sølvpriserne give højere råvareomkostninger og påvirke bundlinjen i negativ retning. Det store volatilitet i råvarepriserne vil skabe en øget usikkerhed. Af samme rationale som i afsnit 3.1.2.5 (valutakursrisici) vil budgetteringen ikke tage højde for udviklingen af guld- og sølvpriserne.

⁷⁷ Årsrapport 2015 s. 64: USA med 29% og Storbritannien med 15%

⁷⁸ Årsrapport 2015, s. 106

⁷⁹ Makridakis et. Al: Forecasting Methods and Applications s. 329

⁸⁰ Årsrapport 2015, s. 106

3.1.3 Sociokulturelle forhold

3.1.3.1 Voksende middelklasse

Når sociokulturelle forhold analyseres kan en voksende middelklasse på emerging markeder udgøre væsentlige muligheder. En af de største hændelser er ophævelsen af Kinas ét-barns politik, der muliggør at kinesiske familier kan vokse som de ønsker. Forskning har anslået, at ét-barns politikken i de 35 år lovgivningen har været gældende har forhindret næsten 400 millioner fødsler⁸¹. I teorien er de 400 millioner forbrugere i Kina og ophævelse må formodes at øge det kinesiske forbrugemarked på længere sigt. McKinsey udgav i 2014 en artikel om deres forventning til smykkeindustriens udvikling frem til 2020 og identificerede tre typer forbrugere som vil drive væksten af brandede smykker⁸².

1. *"New money" forbrugere, som bærer brandede-smykker for at udstråle deres ny erhvervede rigdom.*
2. *Emerging-marked forbrugere, for hvem etablerede brands giver øget forbrugertillid og følelsen af en bedre livsstil*
3. *Unge forbrugere, for hvem branded smykker er et middel til selvudfoldelse og selvrealisering*

McKinsey forventer, at det brandede smykkemarked kan fordoble sine markedsandele på de totale smykkemarked og det vil gavne Pandora som fortsat fokuserer på brandværdien⁸³

3.1.3.2 Mode og forbrugstendenser

Smykkers formål har gennem tiden ændret sig radikalt og er gået fra at udstråle rigdom og status til i højere grad at vise hvem vi er samt hvilke holdninger vi udtrykker. McKinseys forskning tager udgangspunkt i de forbrugstendenser, der har formet tøjindustrien over de sidste 30 år. De tidligere skel mellem fin-smykker og modesmykker er ved at sløres og udviklingen har skabt en hybrid forbrugertendens, hvor der både handles op og ned i prissegmenter på samme tid. Før i tiden blev især fin-smykker udelukkende købt som gaver, men forbrugere køber i dag i højere grad smykker til sig selv. Brancheeksperter forventer at dette segment i stigende grad vil blive defineret af detailpriser og brandposition mere end købs- og anledningsbeslutninger⁸⁴. Den typiske hybrid-forbruger er en veluddannet kvinde med en stigende disponible indkomst. Hun anskuer ikke forbrug som en nødvendighed eller rutinepræget opgave, men drives i højere grad af en følelse af mening og magt når hun "jagter varer", som opfylder funktionelle og emotionelle behov⁸⁵. For alle etablerede markeder i tøjindustrien er online salget vækstet med to-cifrede rater og udgør i dag ca.

⁸¹ Businessfinancenews.com: China Gives Up On Onechild Policy After 35 Years

⁸² Mckinsey.com: A multifaceted future: The jewelry industry in 2020

⁸³ Mckinsey.com: A multifaceted future: The jewelry industry in 2020

⁸⁴ Mckinsey.com: A multifaceted future: The jewelry industry in 2020

⁸⁵ Emeraldinsight .com: The hybrid consumer: exploring hybrid consumption behaviour

14% af de samlede marked, mens online salg af smykker kun udgør mellem 4-5%⁸⁶. Ifølge brancheeksperter fra McKinsey's artikel vil online salget ikke nå mere end 10% i 2020, da de fleste forbrugere foretrækker at købe fin-smykker i fysiske butikker. Dog vil brandede-smykker potentielt udgøre mellem 10-15%, hvor størstedelen af salgene vil komme fra affordable-segmentet, et segment af standardiserede produkter, hvor forbrugeren præcist ved, hvad de får. Samtidig udvikler offline salgskanalerne sig også, hvor Pandora har firdoblet deres udbud af konceptbutikker på blot 4 år.

"Fast fashion" er et andet fænomen, der har revolutioneret tøjindustrien de sidste 20 år og er karakteriseret af to faktorer:

1. *Den fashionable hverdagsbeklædning*, henviser til, at haute couture inspireret tøj nu mere end nogensinde før er tilgængeligt til fordelagtige priser få dage efter catwalken.
2. *En acceleration i værdikæden*, henviser til at time-to-market er blevet dramatisk kortere. Nye produkter kan gå fra koncept design til butik på én måned. Butikkerne modtager en strøm af friske varer nogle gange med 12 årlige koncepter.

I en fast fashion verden vil fleksible virksomheder med responsive forretningssystemer høste uforholdsmæssige store belønninger, da man kan reagere hurtigt på skiftende trends og reducere produktudviklings cyklustider⁸⁷. Evolutionen giver et interessant bud på, hvordan smykkebranchen udvikler sig og som det ser ud nu vil smykkemarkedet 2020 være meget dynamisk, globaliseret og intenst konkurrencepræget. McKinsey mener at de smykkevirksomheder der bedst kan anticipere og kapitalisere brancheskift og trends vil skinne klarere igennem end andre. Ovenstående forhold vurderes overordnet at have en positiv effekt på Pandoras omsætning, da mange af succeskriterierne for fremtidig vækst allerede er i fokus og/eller en integreret del af Pandoras forretningsmodel.

Kina er som kultur kendt som et underleverandørmarked til den vestlige verden og besidder både viden og råvarer som også muliggør kopiering af vestlige mærker. I takt med Pandora øger tilstedeværelsen og profitabiliteten stiger bliver Pandora som mærke også mere attraktivt at kopiere – både i Kina, men også uden for Kina. Penetrering af det kinesiske kan resultere i en to-siddet medalje, da man både åbner for verdens største smykkemarked som samtidig også kan karakteriseres som verdens største kopimarked.

⁸⁶ McKinsey.com: A Multifaceted Future – The Jewelry Industry in 2020

⁸⁷ McKinsey.com: A multifaceted future the jewelry industry in 2020

3.1.4 Teknologiske faktorer

3.1.4.1 Stigende e-commerce

Den teknologiske udvikling er i fuld gang med at sætte præg på detailmarkedet og med fremkomsten af e-commerce indstiller Pandora sig til at operere i en anden ramme. På en internetbaseret markedsplads kan forbrugerne hurtigt sammenligne priser på tværs af produkter og dermed træffe mere informative valg. Tendensen kan potentielt have priselastiske konsekvenser for forbrugeren, da prisændringer hurtigt spredes. Det forhold behandles yderligere i Porters Five Forces. Stigningen i e-commerce har også medført en betydelig mængde data om forbrugeradfærd og kan være en afgørende fordel for en virksomhed som Pandora. Data om forbrugeradfærd giver konkret en mulighed for at tilpasse marketingskampagner og øge effektiviteten af driften. Pandora bruger allerede et it-system, der trækker salgstal fra konceptbutikkerne for de enkelte produkter således at designteamet kan reagere på skiftende tendenser eller stigende trends⁸⁸. Yderligere vil dataindsamlingen kunne bruges på den stigende middelklasse i emerging markets, jf. afsnittet om de sociokulturelle forhold. Den stigende middelklasse er en afgørende faktor for Pandoras fremtidige vækst, men information om indkøbsmønstre og præference hos denne gruppe forbrugere er stadig begrænset. Det faktum at, Pandora kontrollerer hele værdikæden sammenholdt med en øget viden om denne forbrugergruppe gør Pandora kan drage fordele af den teknologiske udvikling og forkorte reaktionstiden til markederne. Det vurderes at de teknologiske forhold vil bidrage positivt til den fremtidige vækst.

3.1.5 Miljømæssige forhold

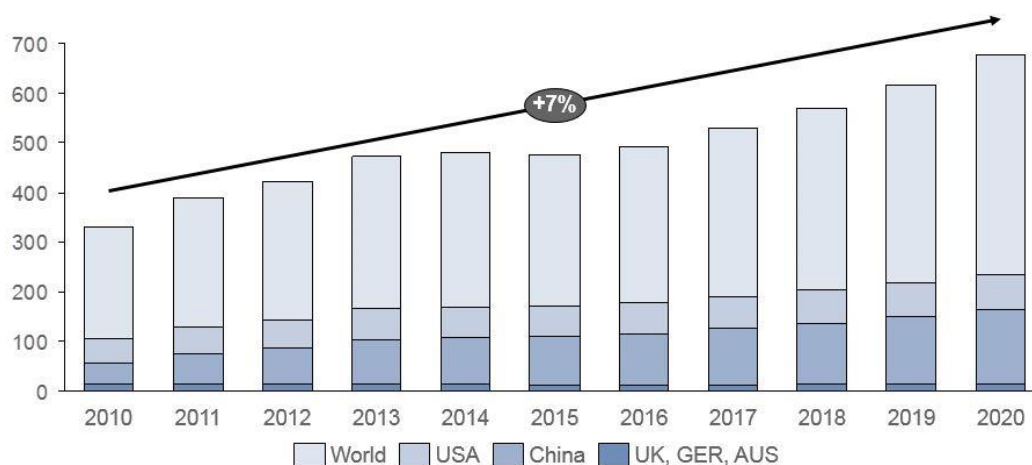
Den øgede fokus på og krav til virksomheder i forhold til miljø fra forbrugere og myndigheder giver både udfordringer og muligheder for en virksomhed som Pandora. Hvis de voksende krav til bæredygtig produktion, hæmmer produktionseffektiviteten for at sænke CO2-udledningen kan det drive omkostningerne i en negativ retning. Hvis virksomheden fokuserer på og brander sig på at være miljøbevidste kan de potentielt drive salget i en positiv retning. Virksomhedens ageren overfor miljøet kan influere på forbrugere med øget fokus på miljø og deres købsbeslutning kan afhænge af om virksomheden er miljøbevidste eller ej. Med øget fokus på bæredygtighed og miljø bliver Pandoras samfundsansvar, CSR, stadig mere vigtigt, og det giver Pandora mulighed for at vise at produkterne er skabt under ordentlige forhold. Derfor kan Pandoras fokusering på CSR potentielt øge salget af smykker, da samfundsansvar og bæredygtighed i højere grad bliver en del af forbrugspræferencerne.

⁸⁸ Årsrapport 2015, s. 16

3.2 Porters Five Forces

3.2.1 Definition af branchen

Det samlede globale smykkemarked udgjorde i 2015 en værdi på USD 306 milliarder og ventes ifølge Euromonitor International at stige til USD 511 milliarder i perioden frem til 2020, hvilket svarer til en CAGR på 7% siden 2010. I bilag 4 fremgår statistikker for regionerne Asien og Stillehavsområdet, Nord- og Sydamerika samt Europa og angiver CAGR for nedenstående figurs lande.



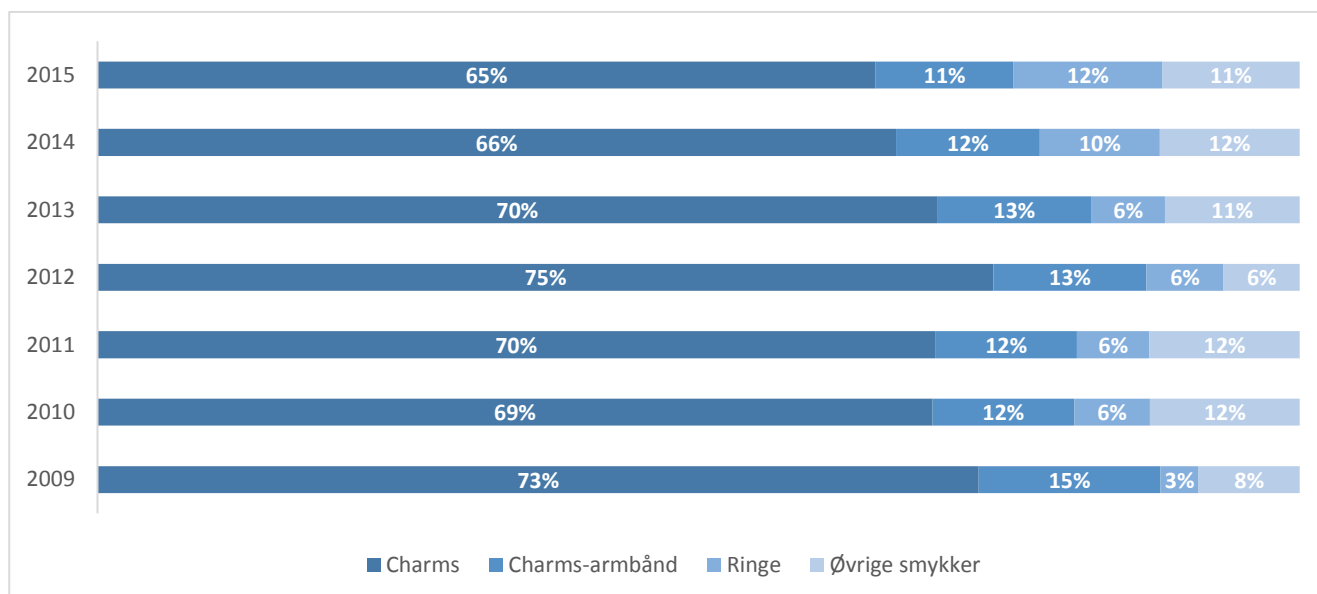
Figur 3: Markedsværdi af smykkemarkedet
Kilde: Egen tilvirkning, Euromonitor International

Pandora opererer i markedet for brandede smykker som kan opdeles i et marked for ægte og uægte smykker afhængig af materialebruget. Segmentet for ægte smykker defineres som smykker fremstillet af ædelmetaller (sølv, guld og platin) og er ofte kombineret med ædel- og halvædelsten. Markedet for ægte brandede smykker opdeles derefter i tre prissegmenter –segmentet *Affordable Luxury* (<\$1.500 pr. stk.), *Luxury* (\$1.500 - \$10.000 pr. stk.) og *High-End Jewelry* segmentet (>\$10.000 pr. stk.). Pandora opererer indenfor brandede smykker i kernesegmentet affordable luxury. Formålet med brancheanalysen er at skabe inferens omkring attraktiviteten og profitabiliteten af smykkeindustrien med henblik på den senere budgettering⁸⁹.

Som det fremgår af nedenstående figur 6 genereres langt størstedelen af Pandoras omsætning fra Charms og Charms-armbånd og har alene stået for omkring 80% af Pandoras samlede omsætning de sidste seks år og vil derfor være hovedfokus for brancheanalysen. Pandora tilbyder smykker til kvinder i segmentet affordable luxury⁹⁰ og derfor vil Porter's Five Forces bruges på markedet for Branded Affordable Luxury Jewelry.

⁸⁹ McKinsey: Valuation, Measuring And Managing the Value of Companies, s. 106

⁹⁰ Investor.pandora.net: Mission og Vision



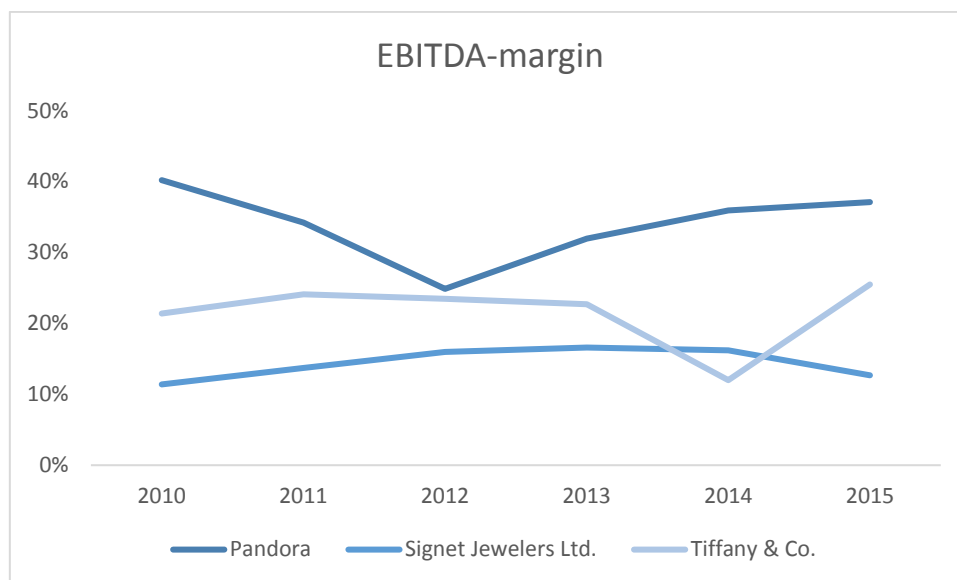
Figur 6: Omsætning i procent ud fra produktkategori
Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporterne 2009 – 2015

Den globale recession har haft en stor indflydelse på forbrugstilliden og smykkemarked specielt i Europa og USA. Disse forbrugsgoder står overfor en meget stærk trussel fra substituerende produkter og påvirkes af udsving i prisen. Købernes forhandlingsmagt er moderat, med et stort antal potentielle kunder, men væsentligt er at der er nul switching costs. Forekomsten af vertikal integration mellem producenter og detailhandlere svækker leverandørernes forhandlingsmagt og markedsbarriererne er lave så truslen fra nye konkurrenter er bestemt tilstede. Tendenserne der har formet tøjindustrien over de sidste 30 år er også ved at stadfæste sig i smykkeindustrien. Forbrugstendensen er, at smykker ikke længere er reserveret til specielle anledninger eller som gave fra mand til kvinde. Nu køber kvinde også i højere grad smykker til sig selv – året rundt uden anledning. Dvs. et mere fragmenteret marked som reflekterer en bred smag er begyndt at konsolidere sig

3.2.2 Truslen fra nye indtrængere

3.2.2.1 Adgangsbarrierer

Truslen for nye indtrængere er typisk høj i brancher med høje marginer og stort vækstpotentiale. Nedenstående figur 7 viser EBITDA-marginerne for Pandora og deres nærmeste konkurrenter og indikerer en attraktiv branche.



Figur 7: Udvikling i EBITDA-margin for Pandora og nærmeste peer-group
Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Bloomberg og årsrapporterne 2010 - 2015

En attraktiv branche med høje marginer kan være defineret af høje adgangsbarrierer og kan i høj grad påvirkes af de eksisterende virksomheder. Udviklingen i smykkemarkedet og den stigende e-commerce kan dog tegne en anden fremtid og øge konkurrencen. Smykkebranchen er generelt fragmenteret og manglen på få virkeligt dominerende selskaber gør det lettere for nye indtrængere at komme ind på markedet⁹¹.

Adgangsbarriererne bliver højere når salgskanalerne er begrænsede og besat af de eksisterende virksomheder⁹². Adgang til distributionskanaler øger adgangsbarriererne, da nye indtrængere skal omgå eksisterende kanaler og skabe deres egne. Pandora har stadig fokus på at øge antallet af konceptbutikker og vil derigennem øge deres salg i denne kanal samt deres brandposition. Det samlede potentielle salg i et område vil på den måde dækkes bedre af Pandora. E-commerce vil dog sænke adgangsbarriererne for det brandede smykkemarked generelt, da det åbner et helt nyt felt af distributionskanaler. Pandora fokuserer stadig på at deres brand skal være let genkendeligt og noget som forbrugerne forbinder med et komplet sortiment af smykkeprodukter. Pandora har gennem tiden opnået stordriftsfordele med produktionen i Thailand og fjorten-doblet produktionen fra 5 mio. smykker til 68 mio. smykker⁹³. Konkurrencefordelen for de etablerede virksomheder består derved for det første af et etableret distributionsnetværk med etablerede forhold til forskellige kundesegmenter og af stordriftsfordele. Dvs. at nye indtrængere skal ud over at skabe

⁹¹ MarketLine Industry Profile: Global Jewelry & Watches March 2015

⁹² Michael E. Porter – How competitive forces shape strategy, s. 139

⁹³ Hall: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr, s. 80

egne salgskanaler opbygge en brandidentitet overfor slutbrugerne, hvilket kan være en lang proces og samtidig kræver en betydelig kapital⁹⁴.

3.2.2.2 Vurdering af nye indtrængere

Det vurderes at en virksomhed potentielt kan komme ind på smykkemarkedet på tre måder som præsenteres i følgende afsnit, og samtidig gives en vurdering af sandsynligheden.

Opstart af ny smykkevirksomhed

Nye smykkeproducenter kan starte som små selvstændige guldsmede, der tilbyder håndlavede elementer og de vil sagtens kunne trives i branchen mod de store etablerede smykkevirksomheder. Kapitalkravene er ikke særligt høje og med e-commerce kan nye smykkeproducenter markedsføre og sælge uden egentlige fysiske butikker. Med de nye forbrugstendenser kan det være lettere for små virksomheder at reagere på skiftende trends, da man ikke på samme måde er bundet af større konceptlanceringer. De små aktører vil dog ikke udgøre en decideret trussel mod etablerede virksomheder som Pandora. Hvis nye indtrængere vil penetrere smykkemarkedet med henblik på at konkurrere mod de etablerede brandede virksomheder vil adgangsbarriererne være langt højere og kræve store anlægsinvesteringer og markedsføringsomkostninger. Opstart af en ny smykkevirksomhed vurderes at afhænge af at ramme en forbrugertendens der differentierer sig fra de etablerede virksomheder og derigennem opbygge en brandidentitet. Derfor vil opstart af ny virksomhed med henblik på at konkurrere mod de større virksomheder først vurderes relevant ved at ramme en substitut på linje med Pandoras lancering af Charms-konceptet, da eksisterende aktører i branchen vil have en komparativ fordel i videreudvikling af eksisterende produktportefølje. Sandsynligheden for opstart af nye virksomheder er isoleret set høj, men for nye virksomheder som skal konkurrerer med virksomheder som Pandora, Tiffany og Cartier vurderes sandsynligheden for opstart af ny virksomhed meget lav.

Branchekonsolidering

Den voksende middelklasse i emerging markeder har været en væsentlig driver for en del opkøb og fusioner i smykkebranchen⁹⁵. Opkøb af mindre etablerede smykkeproducenter kan være en anden måde at penetrere markedet på. Det vurderes mest sandsynligt at kapitalfonde vil bestå opkøb og fusioner som Axcel gjorde det med Pandora. Kapitalfonden kan stille den nødvendige finansiering til rådighed, effektivisere og vækste en af de mindre aktører på markedet for at blive mere konkurrencedygtig i branchen. Kapitalfonde har betydelige afkastkrav og vækstudsigter og konkurrenceintensiteten afgør, hvor udsat branchen er for potentielle opkøb. Opkøb af mindre aktører eller andre konkurrenter er også en driver for opkøb. I 2014 købte en af Pandoras

⁹⁴ Michael E. Porter – How competitive forces shapes strategy, s. 138

⁹⁵ MarketLine Industry Profile: Global Jewelry & Watches March 2015

konkurrenter Signet Jewelry Limited rivalen Zale Corporation for USD 1,4 mia⁹⁶ og det førte til den største smykkekedede i verden med seks genkendelige brands fordelt på tre lande⁹⁷. Trussel for nye indtrængere gennem branchekonsolidering vurderes derfor middel, da opkøb af rivaler og fusioner kan øge konkurrencen markant i Pandoras segment.

Udvidelse af produktportefølje

Nye indtrængere kan også komme fra etablerede mærker som udvider produktporteføljen til at inkludere smykker. Det vurderes usandsynligt at producenter uden for personal accessories industrien indtræder, men forskellige fashion brands fra især tøj- og parfumeindustrien udgør en potentiel trussel for Pandora. Etablerede virksomheder i tøjindustrien vil med stor sandsynlighed konstant søge nye vækstmuligheder, hvis den organiske vækst aftager og forbrugertendenser som fast fashion og hybridt-forbrug vil virksomheder som H&M og Zara udgøre en potentiel trussel. Sandsynligheden vurderes moderat.

3.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter bestemmes primært af kundernes substitutions effekt. Der kan være flere årsager til, hvorfor et givent produkt købes. Traditionelt købes smykker som gave eller personligt tilbehør og indenfor disse kategorier er der mange potentielle substitutter. Substitutter inkluderer produkter som får forbrugerne til at føle sig moderigtige, selvsikre, men også opfylder emotionelle og intime behov. Som udgangspunkt bør truslen fra substituerende produkter vurdere som høj, da der findes utallige produkter som dækker ovenstående behov. Pandoras brandværdi og koncept gør dem mere beskyttet fra mange substituerende produkter, fordi forbrugeren gennem Create & Combine kan fastholde og udbygge loyaliteten til Pandora. Dette er altafgørende for Pandora eftersom salget af Charms- og Charms-armbånd står for 80% af den samlede omsætning. Pandora har som forretningsstrategi fokus på at øge omsætningen af Ringe og er iflg. Marketline den smykkekategori med størst salg indenfor smykkebranchen. Som nævnt tidligere er Pandora eksponeret overfor efterligninger og kopivare, som både sælges over internettet og i butikker. Pandoras smykker kan relativt let efterlignes og vurderes generelt attraktive at kopiere eftersom de fysisk ikke fylder meget, men har høje marginer. Selvom Pandora har stor opmærksomhed på kopivarer udgør det stadig en væsentlig trussel. Charmsne har drevet Pandora omsætning siden lanceringen af Moments i 2000 og usikkerheden om, hvor lang tid der stadig vil være efterspørgsel efter denne varer gør at truslen fra substituerende produkter vurderes høj.

⁹⁶ Signetjewelers.com: Signet Jewelers Completes Acquisition of Zale Corporation

⁹⁷ MarketLine Industry Profile: Global Jewelry & Watches March 2014

3.2.4 Købernes forhandlingsmagt

Pandora afsætter både på et business-to-business marked og business-to-consumer marked og vil derfor opdeles i to.

3.2.4.1 Forhandlernes forhandlingsmagt

Næsten 89% af Pandoras omsætning genereres af brandede butikker, som består af konceptbutikker, shop-in-shops og eSTORES⁹⁸. De ikke-brandede butikker er sølv- og hvid forhandlere og tegner sig for godt 33% af Pandoras samlede butikker, men blot for 11% af omsætningen. Derfor er Pandoras strategi også at øge antallet af Pandora-ejede brandede salgskanaler, der samtidig også er de mest profitable og eliminerer gradvist forhandlernes forhandlingsmagt. De ikke-brandede detailhandler har en stærkere forhandlingsmagt, da de ikke har samme afhængighed af Pandoras produkter.

3.2.4.2 Forbrugernes forhandlingsmagt

Pandoras hovedindtægt Charms og Charms-armbånd giver kunderne muligheden for at personificere deres smykker ved at tilbyde unikke charms-kombinationer og bygger på Pandoras Create & Combine-koncept. Prisfølsomheden overfor smykker karakteriseres generelt for markedet som stor, da forbrugerne tendenserer at handle ned i perioder med lavkonjunktur, jf. PESTEL. Der kan dog argumenteres for at forbrugerne af Pandoras Charms har relativ lav prisfølsomhed, da charms sælges i forskellige prisvarianter og forbrugerne derved kan vælge ud fra en økonomisk betragtning. Skifteomkostningerne er isoleret set ikke eksisterende på smykkemarkedet, da der ingen forhindringer er for, at forbrugerne kan skifte mærker. Men for Pandoras Charms opstår der skifteomkostninger for forbrugere, som er startet på at personificere et Pandora charms armbånd. Derfor er produktdifferentiering potentielt vigtige i den lidt dyrere del af markedet, da der skabes en brandidentitet selv for forbrugere, der ikke ønsker at købe et specielt mærke. Den stigende grad af e-handel har ledt til større prisgennemsigthed og hæmmer Pandoras kontrol om priselasticiteten, da forbrugerne hurtigt vil kunne sammenligne prisen på andre produkter. Detailmarkedet for smykker har mange små købere i form af private forbrugere, som generelt hæmmer købernes forhandlingsmagt. Dog kan privatforbrugere rotte sig sammen, hvis de store smykkevirksomheder fx handler amoralsk og kan som samlet kraft øge forhandlingsmagten.

Det store vækstpotentiale i Kinas forbrugermarked, der drives af en voksende middelklasse, stigende disponible indkomster og voksende befolkning kan sænke forbrugernes forhandlingsmagt, da affordable luxury smykker bliver relativt billigere i forhold til indkomsten⁹⁹. I

⁹⁸ Årsrapport 2015, s. 65

⁹⁹ Michael E. Porter – How competitive forces shape strategy, s. 141

USA har den forbedrede økonomiske situation og øget forbrugertillid fremskyndet salget fra low-end smykker til affordable smykker. Samlet set er købernes forhandlingsmagt moderat.

3.2.5 Leverandørens forhandlingsmagt

Eftersom Pandora kontrollerer hele værdikæden er leverandørernes forhandlingsmagt af væsentlig betydning. Vertikal integration og baglæns integration er ikke ualmindeligt i smykkeindustrien og hæmmer leverandørernes forhandlingsmagt¹⁰⁰. Pandoras leverandører er råvareleverandører, hvor guld og sølv er de vigtigste råvarer. Guld og sølv er meget handlede råvarer og afhænger af udbud og efterspørgsel, hvilket gør Pandora og dens leverandører til pristagere. Pandora har en politik om at have tre sølvleverandører som skal forbedrer deres forhandlingsposition og evne til hurtigt at reagere på skiftende efterspørgsler¹⁰¹. Generelt vurderes leverandørernes forhandlingsmagt at være svag og Pandora bør her have en konkurrencemæssig fordel. Udsving i guld- og sølvpriserne vil påvirke Pandoras rentabilitet med en forsinket effekt som følge af en tidsmæssig forskydning i lagerbeholdningerne. Eftersom Pandora løbende hedger råvarepriserne. Samlet set vurderes leverandørernes forhandlingsmagt at være begrænset og hverken Pandora eller deres leverandører har indflydelse på prissætningen af guld og sølv.

3.2.6 Rivalisering i branchen

Graden af rivalisering i affordable segmentet vurderes at være moderat og stigende fremadrettet. Det store vækstpotentiale vil tiltrække nye aktører og e-handel gør det betydeligt lettere at komme ind på markedet. Smykkemarkedet er som tidligere nævnt fragmenteret med mange markedsaktører både lokale og globale. Pandora er i øjeblikke markedsledere sammen med Tiffany & Co. og Cartier¹⁰². Pandora konkurrer også med mange små og mellemstore smykkeproducenter som forventes at vokse i fremtiden drevet af e-commerce. De nye vækst markeder som Asien forventes fremadrettet at drive det globale smykesalg fremadrettet¹⁰³.

¹⁰⁰ MarketLine Industry Profile: Global Jewelry & Watches March 2015

¹⁰¹ Børsprospekt 2010, s. 63

¹⁰² Bloomberg Terminal

¹⁰³ MarketLine Industry Profile: Global Jewelry & Watches March 2015

Med udgangspunkt i brancheanalysens fem kræfter vurderes smykkebranchens samlede konkurrenceintensitet for moderat og dermed en relative attraktiv branche for Pandora.

Konkurrencekraft	Konkurrence- Intensiteten
Truslen fra nye indtrængere	Moderat
Høje branche marginer, øger attraktiviteten	+
Højere kapitalkrav for brandedsmykker, hæver adgangsbarriererne	-
Stordriftsfordele gør det sværere at få attraktive distributionsnetværker	-
Lave skifteomkostninger, gør det mere attraktivt for nye indtrængere	+
Truslen fra substituerende produkter	Høj
Mange substitutter til smykker, der kan opfylde samme behov	+
Brandværdi og koncept kan beskytte mod substituerende produkter	-
Modeskift kan true virksomheder, som er afhængige af få produkter	+
Attraktivt at kopiere Pandoras smykker	+
Købernes forhandlingsmagt	Moderat/lav
Stigning i brandede salgskanaler, øger afhængigheden til Pandora	-
Voksende salg gennem e-handel, fører til større pristransparens	+
Leverandørernes forhandlingsmagt	Moderat/lav
Flere leverandører af råvarer sænker afhængigheden	-
Prisfølsom overfor råvarer, kan styrke leverandørernes position	+
Rivalisering i branchen	Moderat
Fragmenteret branche med mange små og mellemstore aktører	+
Vækstpotentiale for brandede smykker, gør det til en attraktivt branche	+
Brandværdi giver de etablerede virksomheder en konkurrencemæssig fordel	-
Samlet	Moderat

Tabel 5: Opsummering af brancheanalysens konklusioner
Kilde: Egen tilvirkning

3.3 Porters værdikædeanalyse

Efter at have analyseret de eksterne faktorer som driver den omverden og industri Pandora opererer i benyttes Porters værdikædeanalyse til at identificere og forstå Pandoras værdiskabende aktiviteter samt deres ressourcer og kompetencer under hensyntagen til de eventuelle risici, der kan opstå. En virksomheds enheder aktiviteter kan skabe vedvarende konkurrencemæssige fordele, hvis de er profitable og konkurrenterne ikke er i stand til at efterligne dem¹⁰⁴.

Værdikædeanalysen vil afvige fra den traditionelle værdikædeanalyse for alene at fokusere på de væsentligste aktiviteter, der synes relevante for Pandora langsigtede forretningsmodel og strategi. Afvigelserne er foretaget, da de ikke vurderes at skabe værdi for, hverken læseren eller den senere budgettering. Key findings er præsenteret i nedenstående tabel 6.

¹⁰⁴ Prahalad and Hamel: The core competence of the corporation, s. 27

Primære aktiviteter	Værdiskabende
Indgående logistik, produktion og drift	+/-
Kontrol af hele værdikæden fører til lavere variable omkostninger, men medfører også højere faste omkostninger	+/-
Stordriftsfordele ved at samle hele produktionsanlægget i Thailand, men mindsker fleksibiliteten og øger afhængigheden af specifikt land	+/-
Forøgelse af konceptbutikker øger rentabiliteten per butik,	+
Teknologi og produktudvikling	+/-
E-handel og bigdata medfører bedre identificering af stigende forbrugstendenser geografisk, men øger samtidig konkurrencen samt prisgennemsigtigheden	+/-
Marketing og Salg	+
Vedligeholdelse af et stærkt brand beskytter mod stigende e-handel og skaber unikke shoppingoplevelser	+
Etableret distributionsnetværk skaber platform for nye produktlanceringer	+
Fokus på e-handel og den nye markedsplads	+
Stærkt koncept skaber loyalitet og mersalg	+
Sekundære aktiviteter	
Human ressource	+
Fokus på medarbejder udvikling gennem uddannelseskurser både lokalt og globalt	+

Tabel 6: Pandoras værdiskabende aktiviteter
Kilde: Egen tilvirkning

3.3.1 Forretningsmodel

Pandora driver en vertikalt integreret forretningsmodel og kontrollerer hele værdikæden fra design over intern produktion til distribution og salg af smykker¹⁰⁵. Ved at holde viden indenfor virksomheden ønsker Pandora at levere relevante (moderigtige) produkter af høj kvalitet til slutbrugerne. Ud fra det faktum at Pandora kontrollerer alle aktiviteter i værdikæden leder det både til mange fordele, men også interne risici. En virksomhed, der anvender denne specifikke forretningsmodel, kan opnå høje marginer i sidste ende, da der ikke er eksterne aktører, som kræver betaling for service og inputs. Som konsekvens er Pandora i stand til at operere med lavere variable omkostninger og kan samtidig drage fordel af de teknologiske fremskridt som nævnt tidligere og som kan implementeres direkte i virksomheden. Dog medfører det også en større risiko med hensyn til produktionsfleksibiliteten, når en virksomhed kontrollerer hele værdikæden. Pandora driver egne produktionsfaciliteter og bærer betydeligt højere faste omkostninger på kort og mellemlang sigt, da kapaciteten ikke kan ændres. Alternativt kunne man have valgt at

¹⁰⁵ Børsprospekt 2010, s. 45

outsource produktionen for at øge fleksibiliteten, men dette ville også lede til højere variable omkostninger. Dette forhold findes væsentlig for en forbrugerdrevet industri, da præferencer driver efterspørgslen og ændres over tid. Selvom Pandora kan opnå og udnytte højere marginer er selskabets strategi baseret på at investere meget i markedsføring og salg af affordable luxury smykker.

3.3.2 Primære aktiviteter

3.3.2.1 Indgående logistik, produktion og drift

Pandora indkøber råvarer fra hele verden for at producere dem til fin-smykker på deres produktionsanlæg i Thailand. Pandora har valgt at eje produktionsfaciliteterne, fordi deres hovedformål er at lave høj kvalitets smykker til deres slutbrugere og samtidig være i stand til at kontrollere hele produktionen af specifikke produkter og stykker i forhold til efterspørgslen. I 2015 valgte man at annoncere kapacitetsudvidelse med endnu et produktionsanlæg i Thailand¹⁰⁶. Det står ganske klart, at Pandora vælger at centralisere deres produktion i samme geografiske område, og de kan på denne måde opnå stordriftsfordele indenfor produktion og logistik når de faste omkostninger deles ud på flere færdigenheder og al logistisk drift kan organiseres mere. Dette indikerer også, at de tilegner sig viden i produktionsmetoder og i arbejdsmarkedet i Thailand, og på den måde opnår Pandora lavere meromkostninger, når de nye produktionsanlæg åbnes. Ikke desto mindre er de dybt afhængige af Thailand og er eksponeret over for både politiske, men også valutamæssige risici på lang sigt, jf. afsnit 3.1.

3.3.2.2 Markedsføring og salg

Pandora investerer en stor andel – gennemsnitlig knap 10% af omsætningen i markedsføringsstrategier og implementeringer.

mDKK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	3.461	6.666	6.658	6.652	9.010	11.942	16.737
Markedsføringsomkostninger	288	743	973	823	880	1.143	1.602
I pct. af omsætningen	8,3%	11,1%	14,6%	12,4%	9,8%	9,6%	9,6%

Tabel 7: Markedsføringsomkostninger i pct. af omsætningen fra 2009 – 2015

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporterne 2009 – 2015

Formålet er at skabe et stærkt globalt brand gennem udvalgte segmenterings- marketingstiltag samt gennem unikke kundeoplevelser. Pandoras strategi består i at gå til nye markeder ved at udnytte allerede eksisterende distributionsnetværker, som kender markederne. Asien er det nye marked for Pandora og rummer et stort vækstpotentiale, men deres tilstedeværelse på markeder som Kina og Japan er stadig på vej. Det faktum at især Kina udgør en så stor andel af det globale

¹⁰⁶ Årsrapport 2015, s. 7

smykkesalg har været medvirkende til, at Pandora investerer langt mere i denne region i løbet af 2016¹⁰⁷.

Et andet strategisk mål for fremtiden er også at investere mere i shoppingoplevelse med fokus på brandede salg ved at øge antallet af Pandoraejede konceptbutikker og franchisebutikker. Dette fokus stemmer overens med deres brede marketingsplan om at etablere og fastholde et stærkt brandnavn globalt. Denne beslutning forventes at have en væsentlig indvirkning på deres værdikæde, da Pandora fokuserer på koncept- og franchisebutikker. Som resultat vil det reducere logistikomkostningerne i fremtiden og de vil have mindre likviditet bundet op i varelageret.

En anden faktor, der vil føre til færre fysiske butikker i fremtiden, er udviklingen af e-stores. Pandora har pr. 2015 allerede eSTOREs i 14 lande og vil videreudvikle e-handel i de kommende år. Jf. afsnit 3.1.4 forventes det globale salg af smykker gennem e-handel at stige fra 5% til 10% af det samlede smykkesalg i 2020, og det er muligt, at Pandora vil følge denne generelle trend¹⁰⁸.

En tredje salgsfaktor, der påvirker Pandoras værdikæde, er, at Pandoras salg er drevet af sæsonudsving. Pandora sælger omkring 33% af deres produkter i fjerde kvartal pga. julen. Dette muliggør, at de kan planlægge deres produktion forud og leder til kapitalbinding i hele perioden.

Pandora er også i stand til at planlægge indkomsten fra charms forud. Det er efterhånden gjort klart, at Charms repræsenterer en enorm andel af Pandoras salg, og det er altafgørende for den fremtidige rentabilitet. Pandora koncept.

Ideen bag Pandora er interessant i mere end én forstand. Brugeren af Pandoras smykker kan gennem Create and Combine konceptet skabe sit eget smykke og videreudvikle det gennem tilkøb enten ved selv at købe nye charms eller ved meget konkret at sætte specifikke charms på ønskelisten. Pandora tilbyder et meget defineret fysisk produkt og giver sikkerhed og garanti for, hvad produktet består af i et marked, hvor menigmand let kan blive snydt uanset om det er som bruger eller gavegiver. Der er stort element af tryghed og sikkerhed ved at købe produktet fra Pandora. Over 60% af de kvinder, som ejer et Pandorasmykke, har fået det i gave¹⁰⁹. I den sammenhæng gør Pandora det nemt og rationelt for brugeren at konkretisere, forventningsafstemme og prissætte indkøbet for den, der giver gaven (disponentenheden) uanset køn. Samtidig er produktet emotionelt og intimt for brugeren, og køber kan gennem købet tillægge specifikke følelsesmæssige elementer ved tilkøb, som fastholder situationer og vækker eller skaber minder, mellem køber og bruger og dermed understøtte båndet mellem de to. Set fra

¹⁰⁷ Årsrapport 2015, s. 3

¹⁰⁸ McKinsey.com: A Multifaceted Future – The Jewelry Industry in 2020

¹⁰⁹ Årsrapport 2015, s. 21

Pandoras side gør konceptet det muligt at udvikle og producere standardelementer i form af charms ligesom Lego, samtidig med at kunderne får deres eget unika. Det gør det muligt for Pandora at køre en økonomisk attraktiv forretning og samtidig gennem prisfastsættelsen at henvende sig til et bredere kundeunivers mere frekvent end traditionelle smykkefirmaer. Gennem kundeklubber, salget i butikkerne o.lign. får Pandora værdifuldt input til nye produkter og respons på allerede udviklede. I kontakten med kunderne får Pandora altså ikke alene mulighed for at kommunikere, men værdifuldt input til selve produktet og udviklingen heraf. Paradoksalt nok gør konceptet det også muligt at blive opfattet meget unik, samtidig med at forretningen kan drives meget effektivt og standardiseret. Egentlig bygger det på den gamle ide om charms, men fremstår ny og enestående og adskilt fra konkurrenterne. Kunderne er samtidig aktive deltagere i selve produktudviklingen hos Pandora uden at bruge resurser på det. De udvikler løbende deres egen version af smykker med komponenter de har, får gennem nemme gaveønsker eller selv køber, og så kommunikerer de resultatet heraf ved at bære "deres egen unikke løsning" til inspiration for nye potentielle kunder til Pandora. Create & Combine er Pandoras navn på konceptet.

3.3.3 Sekundære aktiviteter

3.3.3.1 Teknologi og produktudvikling

Pandora er meget konsumentorienterede i deres produktudvikling og indsamler salgsdata fra egne butikker, ligesom de via personalet indsamler reaktioner fra kundekontakten. Det gør at en specifik trend, mønster eller farve, som efterspørges meget eller performer stærkt i forhold til resten af sortimentet, kan skabes i varianter af dette design i den næste produktlancering og betegnes design-to-data¹¹⁰

Det afgørende er at optimere designprocessen for en virksomhed i smykkebranchen. Ved at tilpasse markedsinformationer og præferencer har Pandora opnået produktoptimering ved at implementere den seneste teknologiske trend. Yderligere kan Pandora identificere og tilbagekalde dårligt sælgende varer ved at tracke salgsdata fra forskellige regioner.

Pandora forsøger også at bruge den nyeste teknologi for at fremme promoveringen. Fx øger de online tilstedeværelse for at tiltrække nye kunder og fastholde eksisterende ved at holde dem opdateret med nye produkter. Her benytter man kanaler som Pandora club og Facebook. Pandora følger udviklingen af e-handel, som de fokuserer yderligere på i de kommende år.

¹¹⁰ Årsrapport 2015, s. 16

3.3.3.2 Human Resource

Pandora scorer høje tilfredshedsrater blandt dets ansatte, hvor 84% af medarbejderne ville anbefale Pandora som arbejdsplads¹¹¹.

Pandora værdsætter deres medarbejdere og tilbyder en række uddannelsesprogrammer udviklet til forskellige niveauer og områder i organisationen – primært lokalt. Derudover tilbydes en række globale ledelsesuddannelsesprogrammer, herunder Life Leadership Programme, som er et etårigt udviklingskursus for nuværende og potentielle Vice Presidents udviklet og formidlet af Havard Business School¹¹². Uderover de fysiske træningskurser har Pandora implementeret en e-læringsplatform, hvor medarbejderne kan vælge et bredt udvalg af uddannelsesmoduler, som er en effektiv metode til at reducere uddannelsesomkostninger og en måde at holde trit med den teknologiske udvikling. I 2015 iværksatte Pandora en række tiltag for at bevare fokus på at sikre stabil succession i medarbejderstaben og yderligere forbedre Pandoras omdømme som en attraktiv arbejdsplads. Her har man udviklet et HR-succesionsværktøj, som skal identificere potentielle lederkandidater rundt om i verden. Pandora har også engageret sig i et globalt graduate program for at tiltrække nye talenter fra hele verden.

3.4 Analyse af markedsstrategier

Følgende analyses formål er at vurdere Pandoras evne til at eksekvere den nye strategi med udgangspunkt i konklusionerne fra den strategiske analyses foregående afsnit. Pandoras markedsstrategi er et mål om global vækst og skal opnås ved fortsat at vækste på de etablerede markeder såvel som nye. Strategien kan overordnet opdeles i en distributionsudvidelse og en penetration af eksisterende markeder. Væksten på nye markeder skal opnås ved at udvide distributionspunkterne, dvs. øge antallet af brandede konceptbutikker for at opnå salg i kombination med e-handel. Væksten på etablerede markeder opnås ved at penetrere eksisterende markeder, dvs. i hvor høj grad kan salget forøges. Til at vurdere Pandoras markedsstrategier benyttes det såkaldte "Like-For-Like" salg. Like-for-like salg måler omsætningen fra konceptbutikkerne som har været i drift i mere end tolv måneder¹¹³. Mere præcist vil like-for-like salget blive brugt som indikator til vurdering af den fremtidige rentabilitet og blive undersøgt nærmere i regnskabsanalysen. Like-for-like kan give en indikator Pandoras evne til at skabe salg gennem deres forretningsmodel og samtidig give en indikator for efterspørgslen.

I 2015 udviklede like-for-like salget ud af konceptbutikkerne sig på fire af Pandoras største markeder (USA, Storbritannien, Tyskland og Australien) positivt i alle kvartaler i 2015¹¹⁴.

¹¹¹ Årsrapport 2015, s. 39

¹¹² Årsrapport, s. 39

¹¹³ Årsrapport 2015, s. 115

¹¹⁴ Årsrapport 2015, s. 61

3.4.1 Fortsat vækst på etablerede markeder (USA, UK, Ger, AUS)

Pandoras strategi er fortsat at vækste på de etablerede markeder. Omsætningen i Nord- og Sydamerika steg 32% i forhold til 2014. Pandoras største marked USA tegner for godt 30% af den samlede omsætning og er suverænt det største marked målt på omsætning. Omsætningen steg fra 2014 til 2015 med næsten 35% og var drevet af en positiv udvikling i Like-for-like salg af Pandoras produkter, herunder den fortsatte succes med Disney-kollektionen. Lanceringen af eSTOREs var et led i selskabets ønske om at sælge Pandoras smykker online i hele verden og koncernens fokus på ringe fortsatte i 2015, hvor omsætningen blev mere end fordoblet i forhold til 2014. Ved udgangen af 2015 udgjorde brandede butikker mere end 71% af det samlede antal butikker¹¹⁵.

Omsætningen i Europa-regionen steg med 42% i forhold til 2014. Storbritannien er det største enkeltmarked i Europa og udgjorde i 2015 knap 15% af den samlede omsætning. Omsætningen steg med over 50% i forhold til 2014 og var drevet af en udvidelse af butiksværket og en stigning i like-for-like salg på knap 18%¹¹⁶. Ringe som stadig er i fokus for Pandora steg med knap 75% og udgjorde næsten 20% af den samlede omsætning i Storbritannien¹¹⁷. Den gode udviklingen kan henføres til produktfornyelse som også drev salget af ringe. Komplikationerne omkring Brexit kan hæmme væksten i Storbritannien, jf. afsnit 3.1.1.2. Med stigningen i e-handel kan prisafvigelser skabt af valutakursudsving give salgstal i et land, der ikke afspejler den sande indenlandske efterspørgsel.

Tyskland genererede 5% af den samlede omsætning i 2015 og svarer til en stigning på 44,1% i forhold til 2014¹¹⁸. Væksten kunne primært henføres til en stigning i antallet af konceptbutikker drevet af like-for-like salg og forventes at vokse betydeligt i gennem budgetperioden. I januar 2015 indgik Pandora en aftale med DHG GmbH vedrørende overtagelse af op til 78 kommercielle butiksljemål i Tyskland. Inklusiv re-lokaliseringer åbnede Pandora netto 60 nye Pandora-ejede konceptbutikker. Den samlede købspris udgjorde knap DKK 370 mio¹¹⁹. Pandoras fokus på Tyskland er dog lidt ude af trit med det store fokus på emerging markets og står overfor store udfordringer, da det tyske marked frem mod 2020 forventes at have en CAGR på 0% samtidig med konkurrenceintensiteten øges. De to relativt nye markeder for Pandora, Italien og Frankrig oplevede begge en omsætningsvækst på 50%.

¹¹⁵ Årsrapport 2015, s. 62

¹¹⁶ Årsrapport 2015, s. 63

¹¹⁷ Årsrapport 2015, s. 63

¹¹⁸ Årsrapport 2015, s. 63

¹¹⁹ Årsrapport 2015, s. 6

Omsætningen i Asien og Stillehavsområdet steg med 58% i forhold til 2014. Omsætningen i Australien, som tegnede sig for 6,7% af koncernomsætningen, steg med 39,0% i forhold til 2014. Væksten i Australien var primært drevet af fortsat høj vækst i like-for-like salget som følge af succesfulde lanceringer af nye produkter samt en udvidelse af det brandede butiksnetværk.

Det vurderes at der stadig er et uudnyttet potentiale på de etablerede markeder og at Pandora fortsat kan vækste organisk. Væksten vil være drevet af forøgelsen af konceptbutikker og eSTORES og en stigende efterspørgsel efter branded affordable smykker. Det stabiliserede amerikanske marked relativt til Europa må forventes at bidrage positivt til Pandoras topline såvel som bundlinje.

3.4.2 Vækst og ekspansion på nye markeder (Kina)

Øvrige Asien, som er Asien og Stillehavsregionen uden Australien steg med 76% i forhold til 2014. Omsætningen var drevet af udvidelser af butiksnetværket og to-cifret vækst i Like-for-like salg. Denne salgsregion inkluderer Kina, som udgør godt 20% af denne salgsregion. Pandoras markedsstrategi fra 2015 har fastsat et mål om at øge den organiske vækst på det kinesiske marked. I 2015 indgik Pandora en ny aftale med distributørparteneren Oracle Investment Limited. Det efterhånden kutyme for Pandora at starte med en ekstern distributør, der kender markedet og har kendskab til relevante kunder¹²⁰, men aftalen kan ved første øjekast virke smule fremtvunget, da Oracle forud for juli 2015 var Pandoras distributør i Kina og oprindeligt erhvervede distributionsrettighederne i 2011. Samarbejdet forventes at vare frem til ultimo 2018 og ved ophør overtager Pandora alle rettigheder til distribution af Pandora smykker i Kina. Beløbet afhænger af den realiserede omsætning, men forventes at være i størrelsesordenen DKK 170-420 mio¹²¹. Dog giver aftalen Pandora mulighed for at accelererer udrulningen af butikker og markedsføringsinvesteringer på det kinesiske marked. Oracle kan bidrage med dybdegående kendskab til det kinesiske marked og de kinesiske forbrugere såvel som ejendomsmarkedet kendskab, hvilket tillader Pandora at vælge de bedst mulige lokationer. Pandoras position på det kinesiske marked vurderes generel sund. De kinesiske forbrugere har præferencer indenfor vestlige produkter, der generelt er forbundet med prestige, som er en afgørende faktor for forbrugeren i Kina. Da kineserne samtidig er prisbevidste og optaget af individuel iscenesættelse må det antages at Pandora koncept vil være attraktivt for stigende kinesisk middelklasse og befolkning. Derfor bør Pandoras Charms-koncept fungere godt med de herskende forbrugstendenser og relative billige charms gør potentielt at deres kundegrundlag kan blive bredere end de andre internationale smykkemærker.

¹²⁰ Business.dk: Pandora pumper op mod halv milliard i Kina Eventyr

¹²¹ Årsrapport 2015, s.6

Det må ses som en geografisk nøglebeslutning og kan Pandora øge deres vækst til at inkludere Kina kan det kinesiske marked på sigt bidrage markant til Pandoras samlede omsætning. Like-for-like salget på de etablerede markeder for analyseperioden kan give en god indikator for Pandoras fremtidige udsigter, da fokus på Pandora ejede brandede detailhandlere giver mulighed for at præsentere brandet bedst muligt og kan give en afgørende konkurrence fordel på de nye markeder. Ved egne butikker kan Pandora skræddersy udbuddet af smykker til de lokale forbrugerpræferencer og på den måde skabe den bedste shoppingoplevelse og styrke forbrugertilliden.

3.4.3 Konklusion på analyse af præsenteret strategi

Pandora har bevist, at deres forretningskoncept for brandede smykker er succesfuldt og rentabelt. Det er opnået ved at fortælle gode historier med kunder, der får mulighed for at sammensætte og købe ægte brandede smykker, som er unikke for dem. Kunderne får derved mulighed for at fortælle deres egen historie. Markedet for brandede ægte smykker er langt fra udtømt. Ifølge Euromonitor kan dette marked vokse 7-8% hvert år til en samlet værdi på 511 mia. kr. frem til 2021. Pandora kan, ifølge McKinsey, vokse væsentligt hurtigere end resten af konkurrenterne og gå fra en markedsandel på 20% til 30-40% i dette marked. Pandora har via stram styring og overvågning formået at ekspandere på nye markeder i det rigtige tempo, samtidig med at de eksisterende markeder udvikles og fintunes med hyppigere produktlanceringer og udskiftninger af de etablerede konceptlinjer. For Pandora nøglemarkeder er omsætningsvæksten drevet af en positiv udvikling i like-for-like salg, hvilket indikerer gode udsigter for væksten på nye markeder herunder især verdens største smykkemarked Kina. Adgangsbarriererne til markedet for brandede ægte smykker er relativt høje, til trods for at det ikke umiddelbart er besværligt at opbygge de fysiske rammer for produktion af smykker. Pandora har dog igennem årene opbygget et massivt knowhow i en vertikal integreret værdikæde fra design til produktion og distribution sker effektivt. Denne know-how og stordriftsfordele giver Pandora en stærk position og de første tegn strategien ser positive ud og kan potentielt blive en succes.

Samlet set vurderes den 'Nye strategi at bidrage med en væsentlig værdi til Pandora og udsigterne for Ander Colding på lang sigt tyder på at vækststrategien kan blive succesfuld.

3.5 SWOT

Formålet med dette afsnit er at give et samlet overblik over Pandoras konkurrencesituation for at klarlægge de ikke-finansielle værdidrivere, der sammen med regnskabsanalysen, danner rammerne for den senere budgettering. SWOT-matricen har alene til formål at opsummere de vigtigste konklusioner fra den strategiske analyse, og tjener ikke som analyseværktøj i sin tænkte form. Opsummeringen fremgår af nedenstående tabel:

Styrker (S)	Svagheder (W)
Enorm stærk brandværdi (3.3.2.2) Kontrol af hele forsyningskæden (3.3.2) Etableret distributionsnetværk (3.3.2.2) Skalerbar produktion og stordriftsfordele (3.3.1) Markedsledere i affordable-segmentet uden decideret konkurrenter Bæredygtigt Create & Combine concept (3.3.2.2) Loyal kundebase	Afhænger stadig i høj grad af Charms og Charms-armbånd (3.2.1) Produktion alene i Thailand (3.1.1.1) Over 50% af omsætningen kommer fra etablerede markeder (3.1.2.1) Stadig svag økonomisk vækst i den største salgsregion Europa (3.1.2.1) Været i Kina siden 2011 uden succes
Muligheder (O)	Trusler (T)
Stort vækstpotentiale i Kina, drevet af voksende middelklasse og population (3.1.3) Brugen af e-handel (3.1.4.1) Udvide produktporteføljen og kapitalisering af andre produkter Stigende efterspørgsel efter brandede smykker	Stigning i e-handel (3.1.4.1) Udsving i valuta- og råvarepriser (3.1.2.5) Skiftende mode og købsadfærd (3.1.3.2) Politisk ustabilitet og handelsbarrierer (3.1.1.2) Rebalancering af Kinas samlede økonomi (3.1.2.1) Lave skifteomkostninger for smykkeforbrugere (3.2.4.2) Meget af den fremtidige vækst skal komme fra Kina (3.1.3) Attraktivt at kopiere Pandoras produktsortiment (3.2.6)

Tabel 8: SWOT
Kilde: Egen tilvirkning

4. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen anvendes til vurdering af Pandoras historiske rentabilitet, risiko og vækst og danner sammen med den strategiske analyse fundamentet for budgetteringen. Indledningsvis vurderes regnskabskvaliteten for at sikre, at oplysningerne i årsrapporterne giver et retvisende billede af virksomhedens performance og dermed, at eventuelle negative poster ikke er skjult eller overset. Dernæst foretages en reformulering af regnskaberne for at gøre dem klar til analysebrug. Slutteligt analyseres rentabiliteten og sammenlignes med en peer-group. Pandoras peer-group består af sammenlignelige selskaber, der bedst muligt deler samme karakteristika i forhold til størrelse, modenhed og marked. Ifølge Pandora og Bloomberg se bilag 5 er følgende selskaber sammenlignelige med Pandora:

Land	USA	Storbritannien
Selskab	Tiffany & Co.	Signet Jewelers Ltd.

Tabel 9: Peer-group
Kilde: Egen tilvirkning, Bloomberg Terminal

Analysen tager udgangspunkt i regnskabsårene 2009 frem til 2015 for at vurdere virksomhedens rentabilitet i forskellige makroøkonomiske konjunkturer og dækker perioden op til børsnoteringen i 2010. På den måde søges det sikret, at de input, der benyttes til vurdering af den historiske rentabilitet, risiko og vækst, skaber mindst muligt støj i den senere budgettering, hvor halvårsrapporten for 2016 også inddrages til vurdering af realismen af budgetforudsætningerne.

4.1 Vurdering af regnskabskvalitet

Ifølge Thomas Plenborg må regnskabstal aldrig anvendes ukritisk, og derfor er der en række forhold, som bør undersøges før regnskabstallene anvendes¹²². For det første bør den anvendte regnskabspraksis analyseres med det formål at få oplyst efter hvilke kriterier årets resultat er opgjort. For det andet bør der sondres mellem transitoriske og tilbagevendende regnskabsposter. Sondringen har til formål at identificere kernevæksten, da denne alene er relevant for budgetteringen. For det tredje bør det generelle informationsniveau i regnskabet vurderes og afslutningsvis bør et regnskab screenes for eventuelle røde flag.

4.1.1 Regnskabspraksis

Pandoras regnskabspraksis er for hele analyseperioden aflagt i overensstemmelse med IFRS og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. Ændringer i regnskabspraksis fremgår i årsrapporterne og vedrører implementeringen af nye eller ændrede standarder uden væsentlig indflydelse på koncernregnskabet¹²³, hvorfor der ikke foretages korrektioner herfor. For at vurdere

¹²² Business.dk: Den gode årsrapport opfylder læserens behov

¹²³ Årsrapporter 2009 - 2015: Implementering af nye eller ændrede standarder samt fortolkningsbidrag

om Pandora har haft en atypisk regnskabspraksis i forhold til dets peer-group, foretages en sammenligning af selskabets regnskabspraksis for de enkelte regnskabsposter med de udvalgte selskaber i peer-groupen. Det skal bemærkes at der kun er medtaget beskrivelsen af anvendt regnskabspraksis for Pandoras væsentligste regnskabsposter.

4.1.1.1 Revisor og ledelsespåtegning

For analyseperioden 2009 til 2015 har der ikke været anmærkninger til regnskaberne, hverken fra ledelsen eller den uafhængige revisor, hvorfor regnskaberne har blanke påtegninger. Det er vurderet, at koncernregnskaberne giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december samt at resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december er i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards, som er godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber¹²⁴. Der har for analyseperioden ikke været revisorskifte, som for den omhandlende periode har været Ernest & Young, og det giver derved ikke anledning til eventuelle røde flag.

4.1.1.2 Indregning af omsætning

For samtlige år af analyseperioden indregnes omsætningen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde Pandora, når indtægten måles pålideligt og når de væsentligste risici er overgået til køber, hvilket normalt sker ved levering af varerne. Omsætningen måles til dagsværdien af det modtagne vederlag med fradrag af forhandlerrabat, dekorder, salgsmoms og afgifter¹²⁵. Indregningen af omsætningen er sammenligneligt med peer-groupens regnskabspraksis¹²⁶

4.1.1.3 Aktivering af forsknings- og udviklingsomkostninger

Forsknings- og udviklingsomkostninger omkostningsføres i det år, de afholdes, idet de stringente krav til aktivering af udviklingsomkostninger ikke vurderes at være opfyldt¹²⁷. Det samme standarder gælder på tværs af peer-groupen, hvorfor der ikke foretages korrektioner herfor.

4.1.1.4 Immaterielle og materielle anlægsaktiver

Materielle aktiver indregnes til kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger og/eller eventuelle tab ved værdiforringelse. Afskrivninger foretages lineært over aktivernes forventede brugstid. Alle immaterielle aktiver med ubestemt levetid testes minimum en gang årligt for værdiforringelse. Der afskrives identisk på tværs af peer-groupen, hvorfor der ikke foretages korrektioner.

¹²⁴ Årsrapporter 2009 – 2015: Ledelsespåtegning og den uafhængige revisors erklæringer

¹²⁵ Årsrapporter 2009 – 2015: Anvendt regnskabspraksis

¹²⁶ Årsrapporter peer-group: Revenue Recognition, Tiffany & Co. Ltd., s. 65, Signet Jewellers Ltd., s. 75

¹²⁷ Børsprospekt 2010, s. 55

4.1.1.5 Skat

Pandora sambeskattes med sine danske dattervirksomheder efter selskabsskattelovens §31, stk. 1, og har ikke valgt international sambeskatning, hvorfor de udenlandske datterselskaber betaler udenlandske selskabsskatter. I resultatopgørelsen indregnes den aktuelle skat af årets resultat samt ændring i hensættelse til udskudt skat. Der foretages ikke korrektioner, da den valgte peer gruppe består af udenlandske selskaber, der naturligt beskattes efter anden national lovgivning

4.1.2 Informationsniveauet

Pandoras regnskaber anses overordnet som nemme og overskuelige at læse. Af ledelsespåtegningen fremhæves de væsentligste risici, og det lader ikke til at negative faktorer forsøges skjult. Det er samtidigt muligt at danne sig et overblik over virksomhedens finansielle situation og der gives tilstrækkelig beskrivelse i noterne om den anvendte regnskabspraksis. På baggrund af ovenstående analyse vurderes de aflagte regnskaber at udvise et retvisende billede, og der er ikke fundet anledning til korrektioner eller røde flag, der kan have betydning for de beregnede nøgletal og opfattelsen heraf.

4.2 Reformulering af regnskaber

En virksomhed består af drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter. Når finansielle nøgletal beregnes til måling af virksomhedens rentabilitet, bør driftsaktiviteter og investeringer i driftsaktiviteter separeres fra de finansielle aktiviteter. Årsagen er, at virksomhedens driftsaktiviteter er den primære kilde til værdiskabelse og derfor vigtige at isolere. Dertil er virksomhedens driftsaktiviteter det, der adskiller virksomheden fra konkurrenterne, mens de finansielle aktiviteter er langt lettere at replikere.

Der foretages klassificering af samtlige regnskabsposter til henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteter samt om disse er af transitorisk eller tilbagevendende karakter. Poster, der ikke entydigt kan klassificeres og kræver en diskussion, gennemgås. Pandoras analytiske resultatopgørelse fremgår af bilag 6, mens den analytiske balance fremgår af bilag 7. Den analytiske balance og resultatopgørelsen for peer-groupen findes i bilag 8 og 9 for Tiffanys & Co. og bilag 10 og 11 for Signet Jewelers Ltd. De reformulerede regnskaber og nøgletal for peer-groupen er hentet fra Bloomberg Terminal.

4.2.1 Den analytiske resultatopgørelsen

4.2.1.1 Effektiv skattesats

Til beregning af finansielle nøgletal bør drifts- og investeringsaktiviteter separeres fra finansielle aktiviteter. Derfor allokeres skatten i den rapporterede resultatopgørelse til det der vedrører driften hhv. finansieringen. Den effektive skattesats beregnes som skatten af årets resultat divideret med

årets resultat før skat. De årlige effektive skattesatser for Pandora i analyseperioden fremgår af tabel 10 i afsnit 4.2.1.3

4.2.1.2 Afskrivninger

I den rapporterede resultatopgørelse er af- og nedskrivninger indeholdt i driftsomkostningerne. Dette ønskes korrigeret, så driftsomkostningerne fremstår uden af- og nedskrivninger og EBITDA kan opgøres. Korrektionen er foretaget på baggrund af noterne i årsrapporterne og fremgår af bilag 12.

4.2.1.3 NOPAT

Hovedformålet med den analytiske resultatopgørelse er at udregne NOPAT¹²⁸, som er overskuddet fra primær drift efter skat. Dette nøgletal er essentielt for de to værdiansættelsesmodeller, da den indgår til udregning af de frie pengestrømme til selskabet i DCF-metoden og investeret kapital i EVA modellen. NOPAT udregnes ved at fratrække den effektive skattesats fra overskuddet af primær drift før skat (EBIT). Følgende tabel viser udregningen af NOPAT:

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	2.416	2.058	1.475	2.681	4.072	5.814
Effektiv skattesats	16,9%	14,0%	18,7%	19,0%	20,0%	31,3%
Skat af EBIT	-409	-288	-276	-510	-814	-1818
NOPAT	2.007	1.770	1.199	2.171	3.258	3.996

Tabel 10: Udregning af NOPAT

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporter 2010 - 2015

4.2.1.4 Skatteskjold ved nettofinansielle omkostninger

Som beskrevet i afsnit 4.2.1.1 skal den rapporterede skat allokere til det der vedrører driften henholdsvis finansieringen. Selskabet opnår et skatteskjold svarende til den effektive skattesats af de samlede nettofinansielle omkostninger. Beregningen af de nettofinansielle omkostninger er efter skat. Følgende tabel 11 viser udregningen:

År	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettofinansielle-omkostninger før skat	-164	-200	4	61	-200	-469
Effektiv skattesats	16,9%	14,0%	18,7%	19,0%	20,0%	31,3%
Skatteskjold	28	28	-1	-12	40	147
Nettofinansielle-omkostninger efter skat	-136	-172	3	49	-160	-322

Tabel 11: Udregning af Nettofinansielleomkostninger

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporter 2010 - 2015

4.2.1.5 Særlige poster

Der er i alle regnskabsårene fra 2010 til 2015 afholdt omkostninger karakteriseret som transitoriske poster, hvilket bør undersøges nærmere. Det bør vurderes om disse omkostninger reelt er en

¹²⁸ Net Operating Profit after Tax

engangsomkostning eller en del af enhver virksomhedsdrift¹²⁹. Pandora karakterisere bl.a. gevinster og tab på salg fra langfristede aktiver som engangsposter, men vurderes af være tilbagevendende. Langfristede aktiver består af Pandoras anlægsaktiver og det udspecificeres ikke om tabene vedrører impairment, salg af rettigheder, distributionskanaler eller finansielle aktiver. I 2011 blev nettofinansielle omkostninger reguleret med DKK 511 mio. af en earn-out-forpligtelse vedrørende minoritetsinteresser i Pandora CWE (Central Western Europe)¹³⁰. Dette er korrigeret, da det vurderes som en engangsomkostning.

4.2.2 Den analytiske balance

Med henblik på at matche resultatopgørelsens opdeling i drift og finansiering reformuleres balancen tilsvarende. Ved reformulering af balancen opnås, at de reformulerede aktiver er relateret til driften, mens passiverne er relateret til finansieringsaktiviteten. Summen af aktiverne henholdsvis passiverne benævnes i denne sammenhæng investeret kapital. Investeret kapital viser, hvad virksomheden har investeret i driften og hvorledes disse investeringer er finansieret¹³¹.

4.2.2.1 Udskudt skat

Udskudt skat er skatten af alle midlertidige forskelle mellem den regnskabsmæssige og skattemæssige værdi af aktiver og forpligtelser opgjort på grundlag af den planlagte anvendelse af aktivet henholdsvis afvikling af forpligtelsen. Udskudte skatteaktiver og skatteforpligtelser er ikke rentebærende og udnyttes i den løbende drift, hvorfor de ved opgørelsen af investeret kapital klassificeres som driftsaktiver og driftsforpligtelser.

4.2.2.2 Skyldige selskabsskatter

Skyldige selskabsskatter og tilgodehavende skat indregnes i balancen som beregnet skat af årets skattepligtige indkomst, reguleret for skat af tidligere års skattepligtige indkomster samt betalte aconto skatter. Skyldige selskabsskatter og tilgodehavende er rentebærende, hvorfor de ved opgørelsen af investeret kapital klassificeres som henholdsvis finansielle passiver og aktiver. Der kan dog argumenteres for at skyldige selskabsskatter reelt fungerer som en løbende finansiering fra staten, da der til enhver tid vil være en vis del skyldig skat¹³². Pandora karakterisere og måler selv regnskabsposten som ikke-rentebærende, hvorfor skyldige selskabsskatter klassificeres som driftsgæld og tilgodehavende skat klassificeres som driftsaktiv.

¹²⁹ Plenborg & Petersen: Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 314

¹³⁰ Årsrapport 2011, s. 59

¹³¹ Plenborg og Petersen: Financial Statement Analysis, s. 73

¹³² Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 73

4.2.2.3 Afledte finansielle instrumenter

De afledte finansielle instrumenter omfatter råvareterminkontrakter og valutaterminskontrakter. Generelt vil operationel og finansiell hedging kategoriseres som finansielle aktiver og passiver. Det er ofte umuligt at separere gevinster og tab fra finansielle instrumenter i hhv. drifts- og finansieringsaktiviteter¹³³. Dog argumenteres for at hedging med finansielle instrumenter i forhold til kernerdriften gør dem til driftsaktiver. Som beskrevet i den strategiske analyse hedger Pandora sig mod råvare stigninger og valutafluktationer, da priserne er volatile. Derfor kategoriseres de finansielle instrumenter i Pandora balance som driftsaktiver og driftsforpligtelser.

4.2.2.4 Likvide beholdninger

Likvide beholdninger klassificeres i udgangspunktet som finansielle aktiver, da de ikke kræver et afkast på selskabets drift. Dog vil en del af beholdningen være driftslikviditet, da denne benyttes som buffer til de uforudsigelige udgifter, der forfalder i forbindelse med selskabets drift. Det kan være yderst vanskeligt at identificere den præcise størrelse af driftslikviditeten, hvorfor en ofte anvendt metode til fastlæggelse af den nødvendige driftslikviditet er at tage 1-2 % af nettoomsætningen¹³⁴. Afhandlingens beregninger beror på en driftslikviditet på 2 %.

4.2.2.5 Hensatte forpligtelser

De hensatte forpligtelser består af primært af garantier til returvarer og måles til bruttomarginen og er i dette tilfælde ikke rentebærende. Andre hensatte forpligtelser indgår derfor som driftsforpligtelse ved opgørelsen af den investerede kapital.

4.2.2.6 Investeret kapital

Formålet med den analytiske balance er at udregne den investerede kapital. Den investerede kapital er de midler, som aktionærer og långivere har investeret i selskabets drift mod forventning om et afkast. Den investerede kapital kan derfor opgøres fra aktivsiden som driftsaktiver fratrukket driftsforpligtelser og for passivsiden som egenkapital tillagt den nettorentebærende gæld. Hvor nøgletallet fra resultatopgørelsen NOPAT viser de overskud efter-skat selskabet har tjent gennem sine primære aktiviteter, viser investeret kapital, hvilke midler, der er brugt til at frembringe dette overskud. Disse nøgletal er essentielle for analysen af selskabets rentabilitet.

¹³³ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 78

¹³⁴ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 183

Den investerede kapital for Pandora i analyseperioden fremgår af nedenstående tabel.

mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsaktiver	7735	7875	8073	8589	9425	12422
Driftsforpligtelser	-2318	-2255	-2171	-2616	-3246	-4351
Investeret kapital	5417	5620	5902	5973	6179	8071

Tabel 12: Udregning af Investeret kapital

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporterne

4.3 Analyse af rentabilitet.

I det følgende afsnit analyseres Pandoras historiske rentabilitet med udgangspunkt i de reformulerede regnskaber. Rentabilitetsanalysen har til formål at vurdere Pandoras evne til at forrente deres investerede kapital. Med udgangspunkt i DuPont modellen sammenlignes de beregnede rentabilitetsnøgletal med peer-groupen for at vurdere selskabets overordnede økonomiske effektivitet. Dernæst dekomponeres omsætningen ned i forretningsområderne for at kunne vurdere, om områdernes organiske vækst for analyseperioden er tilfredsstillende. Afslutningsvis foretages en trendanalyse og en common-size analyse.

Alle rentabilitetsnøgletal er beregnet på baggrund af resultatopgørelsen er efter-skat nøgletal, da den reelle værdiskabelse for aktionærerne ønskes klarlagt. Alle balance-nøgletal beregnes ud fra en gennemsnitsbetragtning, da det antages, at tilvæksten i cash flowet falder kontinuerligt henover året.

4.3.1 Sammenligning med peer-group

Følgende afsnit vil analysere profitabiliteten i Pandora og sammenligne den med peer-groupens. Analysen danner udgangspunkt for den senere budgettering og fungerer som kontrolgrundlag, således at den samlede udvikling i analyse- og budgetperioden er sammenlignelige og dermed sikres højere kvaliteten af budgetteringen. Afsnittets nøgletal fremgår i fuldform i bilag 13-15

4.3.1.1 Afkastningsgraden (*Return on Invested Capital*)

Afkastningsgraden (ROIC) er det overordnede rentabilitetsmål for driften og måler driftens rentabilitet uafhængigt af, hvordan virksomheden er finansieret. ROIC udtrykker forrentningen af den investerede kapital i procent og kan direkte sammenlignes med afkastet fra alternative investeringer med samme risikoprofil¹³⁵.

¹³⁵ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 94

I nedenstående tabel er ROIC fremstillet for analyseperioden for Pandora og dens peer-group:

Afkastningsgrad, ROIC	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pandora A/S	43,6%	32,1%	20,8%	36,6%	53,6%	56,1%
Signet Jewelers Ltd.	8,1%	11,6%	13,9%	13,9%	11,0%	10,8%
Tiffany & Co.	12,5%	14,9%	16,1%	14,1%	6,5%	15,5%

Tabel 13: Udvikling i ROIC
Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabel 13, at Pandora over hele analyseperioden har ligget markant bedre end peer-groupens, hvor Tiffany & Co. og Signet Jewelers Ltd. har oplevet mere rolig udvikling. Pandora har formået at hæve sin afkastningsgrad fra 43,6% til 56,1%, hvilket betyder at selskabet er det suverænt bedste til at forrente sin investerede kapital i forhold til dets peer-group, som kun har oplevet en svag stigning. For at få en mere indgående forståelse af afkastningsgraden, dekomponeres nøgletallet i henholdsvis overskudsgraden og omsætningshastigheden for investeret kapital,

4.3.1.2 Overskudsgraden (Profit Margin)

Overskudsgraden beskriver indtægts-/omkostningsforholdet og udtrykker i procent driftsresultatet per omsat krone. Alt andet lige er det attraktivt med en høj overskudsgrad¹³⁶. Nedenstående tabel viser den udregnede overskudsgrad for Pandora og dens peer-group:

Overskudsgrad	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pandora A/S	30,1%	26,6%	18,0%	24,1%	27,3%	23,9%
Signet Jewelers Ltd.	4,8%	5,9%	8,7%	9,1%	8,9%	7,8%
Tiffany & Co.	9,8%	12,3%	12,8%	11,0%	12,4%	12,8%

Tabel 14: Udvikling i Overskudsgraden
Kilde: Egen tilvirkning

Af ovenstående tabel har Pandora suveræne overskudsgrader i forhold til deres peers-group, selvom udviklingen er faldende. Den høje ROIC er delvis forklaret med en stærk relationen mellem Pandoras omsætning og driftsomkostninger.

4.3.1.3 Omsætningshastigheden for investeret kapital (Turnover rate of Invested Capital)

Omsætningshastigheden udtrykker en virksomheds evne til at tilpasse investeret kapital til et givet niveau for omsætningen¹³⁷ og benyttes til at vurdere selskabets kapitaludnyttelse. Nøgletallet angiver i hvor lang tid virksomheden har bundet den investerede kapital op i driften eller alternativt

¹³⁶ Petersen og Plenborg: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 165

¹³⁷ Petersen og Plenborg: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 165

tolkes som, hvor meget omsætning en virksomhed genererer per krone investeret i driften. Næste tabel angiver omsætningshastigheden for den investeret kapital for Pandora og dens peer-group:

Omsætningshastighed for den investeret kapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pandora A/S	1,45	1,21	1,15	1,52	1,97	2,35
Signet Jewelers Ltd.	1,69	1,97	1,60	1,53	1,24	1,38
Tiffany & Co.	1,28	1,21	1,26	1,28	0,52	1,21

Tabel 15: Udvikling i Aktivernes omsætningshastighed
Kilde: Egen tilvirkning

Af tabellen fremgår, at Pandora over hele analyseperioden har formået at effektivisere kapitaludnyttelsen markant, så den investerede kapital er gået fra at være bundet op i 248 dage til 153 dage¹³⁸. Sammenlignet med peers-groupen har Pandora gået fra at være middel til at være de klart bedste til at udnytte kapitalen. Forbedringen er ligesom overskudsgraden med til at forklare den høje ROIC. Peers-groupen har begge haft en svag negativ omsætningshastighed peer-groupen gennemsnitlig gået fra at have bundet den investerede kapital op i 247 dage til 279 dage. Dermed er Pandora gennem analyseperioden formået at binde deres investeret i knap halvt så mange dage som gennemsnittet for peer-groupen.

4.3.2 Egenkapitalsforrentningen (Return on Equity)

Hvor afsnit 4.3.1 alene fokuserede på måling af driftens rentabilitet, inddrages effekten af den finansielle gearing på rentabiliteten¹³⁹. Egenkapitalforrentningen, ROE, udtrykker ejernes afkast af deres investering i virksomheden og består af afkastningsgraden, nettolånerenten efter skat og den finansielle gearing. ROE måler rentabiliteten under hensyntagen til både driften og den finansielle gearing¹⁴⁰. I nedenstående tabel fremgår ROE for Pandora og peer-groupen.

Egenkapitals forrentningen, efter skat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pandora A/S	62,7%	32,9%	21,0%	35,5%	45,9%	55,8%
Signet Jewelers Ltd.	9,5%	11,0%	15,4%	15,6%	15,0%	14,2%
Tiffany & Co.	15,3%	18,14%	19,4%	16,82%	6,82%	17,4%

Tabel 16: Udvikling i ROE
Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabel 16 har Pandora en ROE. Der er markant bedre end peers-groupen. Selvom Pandora ROE er faldet gennem analyseperioden har nøgletallet været niveauet over peer-groupens. Fra afsnit 4.3.1.2 og 4.3.1.3 har overskudsgraden for peer-groupen været stigende, mens omsætningshastigheden har været svagt faldende og dermed kan stigende i

¹³⁸ Beregnes som: $360/1,45$ (2010) og $360/2,35$ (2015)

¹³⁹ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 117

¹⁴⁰ Plenborg og Petersen: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 174

egenkapitalsforrentningen delvist tilskrives driften. For at undersøge om Pandora og peer-groupens kapitalstruktur også påvirker egenkapitalsforrentningen dekomponeres nøgletallet yderligere i den finansielle gearing og nettolånerenten efter skat.

4.3.2.1 Den finansielle gearing

Den finansielle gearing beskriver forholdet mellem den rentebærende gæld og den bogførte egenkapital. Nøgletallet benyttes til at anskueliggøre, hvilke finansielle fordringer, som selskabet har udstedt for at få råderet over driftskapitalen. Hvis et selskab har højere rentebærende aktiver end rentebærende gæld, vil selskabet operere med en negativ finansiell gearing. Nedenstående tabel viser den finansielle gearing for Pandora og for peer gruppen i analyseperioden.

Finansielle gearing	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pandora A/S	0,55	0,13	0,01	-0,05	-0,10	0,08
Signet Jewelers Ltd.	0,14	-0,07	-0,18	-0,17	-0,11	0,19
Tiffany & Co.	0,15	-0,02	0,05	0,15	0,20	0,18

Tabel 17: Udvikling i den finansielle gearing
Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabel 17 at Pandora og peer-groupen benytter nogenlunde samme kapitalstruktur. Pandora er fået mere egenkapital gennem analyseperioden, hvilket også har været formålet med deres aktietilbagekøbsprogram. Peer-groupen har gennem analyseperioden bevarede nogenlunde samme kapitalstruktur. For at den finansielle gearing har en positiv effekt på virksomhedens rentabilitet kræves det, at de igangsatte investeringsprojekter skal give en højere afkastningsgrad end virksomhedens nettolånerente¹⁴¹. Derfor analyseres dette nøgletal i kommende afsnit.

4.3.2.2 Nettolånerenten efter skat (Net borrowing cost)

Dette afsnit har til formål at estimere de årlige nettolånerenter efter skat (NBC) for Pandora og peer groupen. Derved kan det vurderes, hvilken indflydelse den nettorentebærende gæld har haft på egenkapital-forretningen i analyseperioden. Hvis afkastningsgraden estimeret i afsnit 4.3.1.1 er højere end nettolånerenten efter skat, vil selskaberne tjene penge på at øge den finansielle gearing. Nedenstående tabel viser udviklingen i nettolånerente efter skat for Pandora og peer gruppen.

Nettolånerente efter skat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pandora A/S	8,4%	26,2%	-8,9%	15,8%	-23,8%	59,8%
Signet Jewelers Ltd.	9,7%	-36,5%	-0,9%	-0,6%	-1,0%	4,9%
Tiffany & Co.	13%	-75,5%	26%	10%	6%	8%

Tabel 18: Udvikling i nettolånerenten efter skat
Kilde: Egen tilvirkning

¹⁴¹ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 118

Pandora har gennem analyseperioden med undtagelse af 2015 haft en højere afkastningsgrad på den investerede kapital. NBC er meget svingende gennem hele analyseperioden og udsving og skyldes primært dagsværdireguleringer på finansielle instrumenter. Det kan diskuteres om det bør tages ud af opgørelsen, da det i princippet relatere sig til drift og finansiering. Det er dog jf. tidligere argumentering svært og derfor bevares det i regnestykket. Det er vigtigt at notere at nettolånerenten ikke alene modsvarer virksomhedens låne rente, derfor bør nettolånerenten analytisk tolkes med varsomhed¹⁴².

4.3.3 Dekomponering af omsætningen – udviklingen på nøglemarkeder

I nedenstående tabel dekomponeres Pandoras omsætning på virksomhedens kernemarkeder fra den strategiske analyse. Tabellen viser omsætningsvæksten og like-for-like væksten. Dette er gjort for 2011 og frem, da Pandora ikke har oplyst like-for-like salg før.

mDKK	2011	2012	2013	2014	2015
USA					
Omsætning	2537	2579	3201	3629	4893
Omsætningsvækst	1%	2%	24%	13%	35%
Like-for-like vækst	20%	5%	10%	5%	6%
Storbritannien					
Omsætning	951	869	1158	1654	2487
Omsætningsvækst	-4%	-9%	33%	43%	50%
Like-for-like vækst	-2%	-2%	15%	24%	17%
Tyskland					
Omsætning	638	469	544	578	833
Omsætningsvækst	-13%	-26%	16%	6%	44%
Like-for-like vækst	-10%	4%	8%	8%	5%
Australien					
Omsætning	656	618	681	806	1120
Omsætningsvækst	-17%	-6%	10%	18%	39%
Like-for-like vækst	-15%	0%	14%	16%	16%
Koncernomsætning					
Omsætningsvækst	0%	0%	35%	33%	40%

Tabel 19: Omsætningsudvikling på nøglemarkeder og samlet
Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporterne 2010 – 2015

Pandoras markedsstrategier er som nævnt tidligere at indgå et samarbejde med en ekstern distributør på de forskellige markeder, hvorefter Pandora fuldt overtager distributionen til et beløb, der afhænger af den realiserede omsætning. Af tabellen fremgår det at Pandora omsætningsvækst er steget markant over de senere år, drevet af positivt like-for-like salg og vokser markant hurtigere

¹⁴² Petersen & Plenborg: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 174

end det generelle smykkemarked. Som nævnt tidligere i afsnit 3.4 kan like-for-like salget bruges som indikator for efterspørgslen på et givent marked. Af tabellen fremgår at især Australien, men også Storbritannien har høje vækster i like-for-like, hvilket indikerer en stigende efterspørgsel, mens Tyskland og USA har mere stabile vækstrater. Storbritannien og Australiens vækst er primært drevet af udvidelsen af butiksnetworket og eStores, herunder især åbning af nye konceptbutikker. Pandoras samlede omsætningsvækst er steget enormt siden børsnoteringen og har ligget mellem 35% og 40%. Som en del af Pandoras vækststrategi vil Pandora øge antallet af brandede salgskanaler og fokusere på Pandora-ejede konceptbutikker. Nedenstående tabel viser trendanalyse af åbnede salgskanaler (indeks).

Salgskanal	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Konceptbutikker	100	160	213	261	335	428
Shop-in-shops	100	123	132	143	162	175
Guld forhandlere	100	120	151	153	158	176
Sølv forhandlere	100	110	125	130	112	83
Hvid forhandlere	100	83	54	44	20	34
Forhandlere i alt	100	101	98	97	86	94

Tabel 20: Trendanalyse af åbnede salgskanaler

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Pandoras årsrapporter 2010 - 2015

Fra tabellen er trenden tydelig. Pandora har forøget antallet af konceptbutikker fra 2012 med 328%. Yderligere står konceptbutikkerne for 62% af den samlede koncernomsætning. Trenden viser også at de andre brandede salgskanaler forøges, mens det ikke brandede salgskanaler falder. Antallet af hvid forhandlere er faldet næsten 66%, mens guld og shop-in-shops er steget med 75% siden 2010. Fra Tabel 19 fremgår noteres af omsætningsvæksten er positivt stigende ca. 40% i 2015, mens antallet af forhandlere er faldende. Dette er en indikation af, at Pandora har forbedret evnen til at genere omsætning. Som nævnt under afsnit 3.2 generes 89% af Pandoras omsætning af brandede butikker. Af nedenstående tabel dekomponeres omsætningen i salgskanaler som andel af den samlede koncernomsætning.

Salgskanal	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Konceptbutikker	30%	36%	46%	49%	56%	62%
Shop-in-shops	21%	21%	18%	18%	17%	16%
Guld forhandlere	22%	16%	15%	15%	12%	11%
Brandede salg	73%	73%	79%	82%	86%	89%
Sølv forhandlere	16%	13%	11%	8%	7%	4%
Hvid forhandlere	12%	9%	8%	6%	5%	4%
Ikke-brandede	27%	22%	18%	15%	11%	8%
Ekstern distribution	0%	0%	3%	3%	3%	4%

Tabel 21: Andel af koncernomsætning pr. salgskanal

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i årsrapporterne 2010 – 2015

Pandora strategi med at øge fokus på salg gennem brandede butikker må karakteriseres som succesfuld. Den store stigning i andelen af koncernomsætningen er ikke kun drevet af et fokus at øge antallet af denne salgskanal, men også de markant højere marginer Pandora opnår gennem konceptbutikkerne. Nedenstående tabel 22 viser den gennemsnitlige omsætning pr. salgskanal.

mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Konceptbutikker	4,7	3,6	3,4	4,0	4,8	5,8
Shop-in-shops	1,5	1,2	0,9	1,2	1,3	1,6
Guld forhandlere	1,0	0,6	0,4	0,6	0,6	0,7
Sølv forhandlere	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Hvid forhandlere	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,3

Tabel 22: Gennemsnitlig salg i mDKK pr. salgskanal

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Pandoras årsrapporter 2010 - 2015

Det fremgår, at en konceptbutik outperformer de andre salgskanaler med over 3,5 gang så høj omsætning i forhold til Shop-in-shops, som er den næst bedst performene. Dette betyder at en stigning i antallet af konceptbutikker øger den samlede omsætning. Pandora planlægger netto at åbne 200 -300 konceptbutikker årligt i perioden 2016 – 2018, hvoraf ca. 60% forventes åbnet i Europa-regionen, 20% i Nord- og Sydamerika og 20% i Asien og Stillehavsområdet¹⁴³. Der begynder at tegne sig et billede af, hvad der driver Pandoras imponerende rentabilitetsnøgletal. Alt i alt har Pandora gennemgået en meget positiv udvikling med en imponerende udvikling i omsætningen.

4.3.4 Trendanalyse

Trendanalysen kan bruges til at identificere trends i diverse indtægts- og omkostningsposter samt i diverse balanceposter. Der foretages en indeksering Pandoras resultatopgørelse og udvalgte balance poster fra den reformulerede balance. Formålet er at sammenligne niveauet for Pandoras investerede kapital, nettogældssætning og egenkapital i analyseperioden.

Nedenstående tabel viser indekseringen af udvalgte regnskabsposter med 2010 som basis år:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	100	100	100	135	179	251
Produktionsomkostninger	100	92	114	154	180	224
Bruttoresultat	100	103	94	128	179	262
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	100	127	133	155	201	307
Administrationsomkostninger	100	127	145	151	209	288
EBITDA	100	85	62	107	160	232
Af- og nedskrivninger	100	83	68	75	84	151

¹⁴³ Årsrapport 2015, s. 7

EBIT	100	85	61	111	169	241
Skat af EBIT	100	71	68	125	199	445
NOPAT	100	88	60	108	162	199

Tabel 23: Trendanalyse af Pandora resultatopgørelse
Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel understøtter, at Pandora vækst strategi er lykkedes. Gennem en vertikal integreret værdikæde og fokus på brandede salgskanaler har Pandora formået at hæve omsætningsvæksten med 151% over analyseperioden. Omkostningerne er ikke steget proportionelt, men er dog steget med 124%. Pandoras andre omkostninger er steget markant mere end omsætningen, men Pandora har alligevel formået at øge EBITDA med 132%. Samlet set er NOPAT vokset med 99% over analyseperioden. Nedenstående tabel 24 viser trendanalysen for udvalgte balance poster med basis år i 2010:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investeret kapital	100	104	109	110	114	149
Imm. og mat. aktiver	100	101	102	105	115	137
Varebeholdninger	100	126	104	117	132	185
Tilgodehavender	100	76	108	113	107	155
Driftsgæld	100	99	95	125	164	231
Nettorentebærende gæld	100	19	-12	-44	-77	175
Egenkapital	100	125	140	150	163	142

Tabel 24: Trendanalyse af Pandoras Investeret kapital og udvalgte balanceposter
Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen har den samlet udvikling i de udvalgte regnskabsposter været den samme. Den investeret kapital er steget over analyseperioden med næsten 50%. Sammenholdes dette med udviklingen i omsætningen, vokser Pandoras investeret kapital mindre end omsætningen. Dette passer med afsnit 4.3.1.1, der viste at, Pandora har formået at hæve omsætningshastigheden for den investerede kapital i analyseperioden. Vendes blikket mod Pandora arbejdskapital er udviklingen ikke entydig positiv. Pandora driftsgæld er på den ene side steget med 131%, hvilket har en positiv effekt på likviditeten. På den anden side er likviditetsvirkningen negativ for midler bundet op i driftsaktiverne, som alle er steget gennem analyseperioden. Pandora må derfor være opmærksom på at selskabets styring af arbejdskapitalen.

4.3.5 Common-size analyse

Mens trendanalysen fokuserer på udviklingen i diverse regnskabsposter, bruges common-size til at analysere niveauet og udviklingen for de enkelte omkostningsposter i forhold til omsætningen.

Nedenstående tabel 25 viser resultaterne fra common-size analysen:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produktionsomkostninger	-29%	-27%	-33%	-33%	-29%	-26%
Bruttoresultat	71%	73%	67%	67%	71%	74%
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-22%	-28%	-30%	-26%	-25%	-27%
Administrationsomkostninger	-8%	-11%	-12%	-9%	-10%	-10%
EBITDA	40%	34%	25%	32%	36%	37%
Af- og nedskrivninger	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%
EBIT	36%	31%	22%	30%	34%	35%
Skat af EBIT	-6%	-4%	-4%	-6%	-7%	-11%
NOPAT	30%	27%	18%	24%	27%	24%

Tabel 25: Common-size analyse af Pandoras omsætning og driftsomkostninger

Kilde: Egen tilvirkning

Fra tabellen fremgår det at Pandora har formået at sænke alle resultatposters andel af omsætningen og betyder at Pandora er blevet mindre profitable over analyseperioden. Dette forklarer den faldende overskudsgrad fra rentabilitetsanalysen. Det skal dog bemærkes at resultatposterne med undtagelse af NOPAT er stigende fra 2014 til 2015 og tyder på at selskabets evne til at skabe aktionærværdi gennem effektiviseringer stadig vurderes muligt.

4.4 Konklusion på regnskabsanalysen

Formålet med regnskabsanalysen var at afdække det historiske niveau for rentabiliteten, der sammen med den strategiske analyse danner rammerne for budgetteringen og den senere værdiansættelse af Pandora.

Regnskabsanalysen tog udgangspunkt i regnskabsårene 2010 frem til 2015 således at de beregnede finansielle nøgletal dækker over perioden siden børsnoteringen. Indledningsvist blev regnskaberne reformuleret og korrigeret så de blev klar til analyse brug. Reformulerede regnskaber for Pandoras peer-group blev hentet fra Bloomberg Terminal, hvor regnskabsprincipperne blev sammenlignet med Pandora. Rentabilitetsanalysen viste at Pandora gennem analyseperioden har forbedret sin afkastgrad fra 43,6% til 56,1%, hvilket outperformer peer-groupen markant. Dekomponering af afkastningsgraden viste, at Pandora har formået at forbedre omsætningshastigheden af den investerede kapital med næsten 100 dage, og var tæt på dobbelt så effektive som peer-groupen. Overskudsgraden har været svagt faldende for Pandora

gennem analyseperioden og kan skyldes konkurrenceintensiteten på smykkemarkedet, hvor tendensen er at være mere responsive. Samtidig fokusere Pandora i højere grad på toplinjevæksten, end omkostningseffektivisering.

Dekomponeringen af Pandora omsætning klarlagde at Pandora strategi om at vækste gennem brandede salgskanaler virker særligt profitabelt. Det brandede salg tegner for godt 89% af den samlede omsætning, og 62% af den samlede omsætning stammer fra konceptbutikker, som er 3,5 gange mere profitable end de næstmest profitable salgskanaler. Antallet af konceptbutikker er over analyseperioden er steget med over 300% og selvom Pandoras samlede antal salgspunkter er faldet er omsætningsvæksten positiv.

Af den geografiske dekomponering af Pandoras nøglemarkeder fremgik det, at Pandora omsætningsvækst er steget markant over de senere år, drevet af positivt like-for-like salg og vokser markant hurtigere end det generelle smykkemarked.

Afslutningsvis blev rentabilitetsanalysen suppleret med en trend- og common-size analyse, som understøttede Pandoras imponerende rentabilitet. Analyserne viste også at Pandoras omkostninger er stigende, men opvejes af en stærk omsætningsvækst. Dette indikere at Pandora ikke er fuldt effektiviseret endnu og der derfor stadig er uudnyttet potentiale på smykkemarked. Derved er der stor korrelation mellem Pandoras vækst strategi og konklusionerne i regnskabsanalysen. Udfra ovenstående vurderes det, at Pandora i fremtiden har et betydeligt potentiale for toplinjevækst, hvor især Asien og Stillehavsområdet forventes at drive denne.

5. Budgettering

I det følgende afsnit vil budgetteringen til proforma regnskaberne forud for selve værdiansættelsen gennemgås. Indledningsvis vil længden på den valgte budgetperiode begrundes og dernæst gennemgås de værdidrivere og budgetforudsætningen, der ligger til grund for udarbejdelsen af budgettet og terminalperioden. Disse fastsættes med udgangspunkt i de tidligere analyser og endelig vurderes realismen og kvaliteten af budgetterne gennem en budgetkontrol.

5.1 Budgetperiode

Teoretisk set baseres DCF-modellen på tilbagediskontering af det frie cash flow i et uendeligt antal år. I praksis antages det at virksomhedens valuedrivers, herunder vækst, stabiliseres, hvorfor budgettet inddeles i en eksplicit budgetperiode og en terminalperiode¹⁴⁴. Det punkt, hvor stabiliseringen indtræffer betegnes steady state og indtræffer, når en virksomheds konkurrencemæssige fordele er udtømt. Følgende betingelser for steady state skal være opfyldt¹⁴⁵:

- 1) "Væksten i salget må falde til en konstant (langsigtet) vækstrate"
- 2) "Overskudsgraden må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1), at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget"
- 3) "Den samlede omsætningshastighed må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1), at kerne NDA vokser med samme vækstrate"
- 4) "FGEAR må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1) og (3), at NFF vokser med samme vækstrate som salget"

Når disse firebetingelser er opfyldt vil de frie pengestrømme til kapitalindskyderne vokse med en konstant rate som opfylder den overordnede forudsætning om, hvornår steady state indtræffer. Budgetperiodens længde frem mod steady state kan fastsættes gennem nedenstående model:

Virksomhedens konkurrencemæssige fordel	Vækstudsigter for branchen			
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 8: Overvejelser vedrørende budgetperiodens længde
Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 318

¹⁴⁴ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 315

¹⁴⁵ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 315

Af figur 8 fremgår det at modellen tager udgangspunkt i branchens vækstudsigter samt selskabets konkurrencemæssige fordel. Dette gennemgås i følgende afsnit.

5.1.1 Branchens vækstudsigter

Gennem den strategiske analyse blev forskning fra MarketLine, Euromonitor og McKinsey inddraget. Mens MarketLine og Euromonitor behandlede det globale smykkemarkedet som helhed, adresserede McKinsey den relative fordeling mellem de brandede- og ikke-brandede smykkemarked. Ved at kombinere disse kan afhandlingen isolere branchevæksten for brandede smykker så estimerne bliver mere præcise. Den eksterne strategiske analyse konkluderede positive vækstudsigter for smykkebranchen. Den voksende middelklasse på emerging markets, fremdrift i den amerikanske økonomi og forbrugerpræferencer for brandede smykker forventes at være de primære drivere for omsætningsvæksten. Udsigterne er særlig positive for Pandora eftersom 30% af omsætningen stammer fra USA og vækstpotentialet skal komme fra emerging markets. Euromonitor estimerer at det globale smykkemarked i gennemsnit ville vækste med 7% årligt frem mod 2020 og betyder, at det globale smykkemarkeds værdi vil vokse 40% frem mod 2020. Selvom væksten for det generelle smykkemarked er relevant vil afhandlingen være særlig fokuseret på vækstudsigterne for Pandora kernemarked, det brandede smykkemarked. Ifølge McKinseys forskning udgør det brandede smykke marked kun 20% af det globale smykkemarked, men vil frem mod 2020 udgøre 40%. Det betyder at det brandede smykkemarked i gennemsnit vil vokse 19% årligt frem mod 2020.

5.1.2 Pandoras konkurrencemæssige fordel

Pandoras konkurrencemæssige fordel danner grundlaget for den fremtidige vækst. Fra rentabilitetsanalysen i afsnit 4.3 blev det klart at Pandora outperformede markedet og dets peer-group. Derfor er det yderst relevant at vurdere om Pandora kan forsætte denne udvikling og i hvor lang tid. Når Pandoras hidtidige evne til at vækste mere end markedet vurderes er den valgte analyseperiode vigtig. Analyseperioden i regnskabsanalysen kan opdeles i to perioder. Den stagnerende periode mellem 2010 – 2012, hvor Pandora præsterede langt under forventninger, til de nyere år hvor væksten har været enorm. Det vurderes, at data fra den nyere periode er mest repræsentative givet smykkebranchens karakteristika jf. Brancheanalysen. Fra den interne strategiske analyse blev det fundet at fokuserer Pandora på at øge antallet af konceptbutikker fremtiden, men samtidig hæmmer fleksibiliteten ved at samle hele produktionsanlægget i et land. Derfor vurderes det, at Pandora vil have konkurrencemæssige fordele på kort- og mellemlang sigt. På baggrund af ovenstående betragtninger fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen fastsættes budgetperioden til 5 år, dvs. til år 2020, hvorefter terminalperioden indtræder.

5.2 Value drivers

Nedenstående tabel angiver de parametre, som danner rammerne for proforma regnskaberne. Budgetforudsætningerne er udarbejdet fra en salgsdreven tilgang og linkes primært til Pandoras forventende toplinevækst. Forudsætningerne følger anbefalingerne fra professor Thomas Plenborg og professor Christian V. Petersen og sikrer, at budgettet artikulerer og regnskabsteknisk korrekthed¹⁴⁶.

Budgetforudsætninger	Value drivers
Omsætning	Omsætningsvækst og markedsvækst
EBITDA-margin	I pct. af omsætning
Af- og nedskrivninger	I pct. af immaterielle og materielle anlægsaktiver
Effektiv skattesats	Dansk selskabsskat
Immaterielle og materielle anlægsaktiver	I pct. af omsætning
Nettoarbejdskapital	I pct. af omsætning
Nettorentebærende gæld	I pct. af omsætning

Tabel 26: Budgetforudsætninger og Value drivers

Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan ses af tabellen er budgetforudsætningerne for størstedelen af value drivers, omsætningen. Derfor vil der også blive lagt størst vægt på at begrunde estimeringen af denne. De samlede proforma regnskaber fremgår af bilag 17 og bilag 18

5.2.1 Omsætning

Pandora vækststrategi er baseres på ekspansion på nye markeder samt penetrering af eksisterende markeder. I følgende afsnit budgetteres Pandoras omsætning i budgetperioden for de tre salgsregioner, Nord- og Sydamerika, Europa og Asien og Stillehavsområdet. Dermed tages der hensyn til forskelle i markedsvækst, Pandoras kernemarkeder samt konkurrencemæssige fordele.

5.2.1.1 Nord- og Sydamerika

Nord- og Sydamerika (mDKK)	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
CAGR 2010 - 2015	20%					
Markedsvækst	32%	10,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
Omsætning	6.537	7.191	7.622	8.003	8.323	8.573
Omsætningsandel	39%	35%	33%	31%	30%	29%

Tabel 27: Estimering af omsætning – Nord og Sydamerika

Kilde: Egen tilvirkning

Markedsvæksten i budgetperioden for salgsregionen Nord- og Sydamerika drives primært af Pandoras største enkelt marked USA. Det amerikanske marked er gennem analyseperioden

¹⁴⁶ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 175

vokset med en gennemsnitlig årlig vækstrate på 20%. Salget har været drevet af positivt like-for-like salg samt nye konceptlanceringer, herunder Dinsey kollektionen. Af bilag 7 er det amerikanske smykkemarked prognosticeret til at vokse med en CAGR på 3,7%. Med udgangspunkt i Pandoras historiske omsætningsvækst at stige 10% næste år og stagnere hen mod terminalperioden. Selvom like-for-like salget har været stagnerende forventes stadig positiv salg for budgetperioden understøttet af en stigende omsætning af Ringe samt åbning af nye konceptbutikker og eStores. Grundet det store vækstpotentiale i Kina relativt til USA forventes omsætningsandelen at falde fra godt 40% til 29% i takt med Asien og Stillehavsområdet vil stige hurtige end det amerikanske marked.

5.2.1.2 Europa

Europa (mDKK)	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
CAGR 2010 - 2015	30%					
Markedsvækst	42%	26%	14%	10%	6,0%	5,0%
Omsætning	7.548	9.510	10.842	11.926	12.642	13.274
Omsætningsandel	45%	47%	46%	45%	45%	45%

Tabel 28: Estimering af omsætning – Europa
Kilde: Egen tilvirkning

For Pandora største salgsregion målt på omsætning, Europa forventes en stærk vækst. Selvom den strategiske analyse belyste at den økonomiske vækst stadig er svag ser væksten for Pandora stærk ud. Europa er vokset med en CAGR på 30% over analyseperioden og er de seneste år drevet af kernemarkederne Storbritannien og Tyskland. Væksten forventes forsat med en stærkudvikling på de britiske marked, drevet af et solidt like-for-like salg som konsekvens af nye produktkategorier som Ringe. Selvom det Tyske smykkemarked ikke forventes at vokse, jf. bilag 7, er omsætningsvæksten næsten i takt med Storbritanniens med et positivt like-for-like salg. Europa forventes at vækste med 26% næste år og stige mindre mod terminalperioden. Pandora har planer om at åbne 250 konceptbutikker næste år, hvoraf 60% forventes åbnet i Europa. Derudover vurderes der at være uudnyttet potentiale i Frankrig og Italien, som også forventes at bidrage positivt til væksten. Omsætningsandelen forventes at stige marginalt og derefter stagnere og Europa vil stadig være Pandora største salgsregion med en omsætningsandel på 45%.

5.2.1.3 Asien og Stillehavsområde

Asien og Stillehavsområdet (mDKK)	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
CAGR 2010 - 2015	31%					
Markedsvækst	58%	40%	28%	24%	16%	10%
Omsætning	2.652	3.713	4.752	5.893	6.836	7.519
Omsætningsandel	16%	18%	20%	23%	25%	26%

Tabel 29: Estimering af omsætning – Asien og Stillehavsområdet
Kilde: Egen tilvirkning

Pandoras helt store fokusområde Asien og Stillehavsområdet, herunder primært Kina, leverede en omsætningsvækst på 58% i forhold til sidste år, og er over analyseperioden opnået en CAGR på 31%. Det store vækstopotiale på det Kinesiske smykkemarked blev belyst i den strategiske analyse og forventes at Euromonitor at vækste med en CAGR på 13% frem mod 2020. Australien, der på nuværende tidspunkt er Pandora kernemarked i denne salgsregion leverede en stærk vækst drevet af to-cifret like-for-like salg. Markedsvæksten forventes at stige med 40% første år og omsætningsandelen forventes næsten dobbelt hen mod terminalperioden og dermed være en vækstdriver for den samlede omsætning.

5.2.2 EBITDA-marginen

I løbet af analyseperioden er Pandora EBITDA-margin faldet, men har siden 2013 været i positiv vækst. Over analyseperioden har gennemsnit ligget på 34%. Pandoras EBITDA-margin drives primært af en øget omsætning per omkostningskrone, jf. trendanalysen. EBITDA marginen forventes at blive positivt påvirket af en øget omsætning per omkostningskrone, mere end at effektivisere omkostningerne, jf. trendanalysen. Med fokus på at vækste gennem de rentable konceptbutikker forventes EBITDA-marginen alligevel at falde med 1%-point årligt som følge af øget omkostninger ned mod den gennemsnitlige margin hen mod terminalperioden. I nedenstående tabel vises den årlige EBITDA-margin i forhold til året før for budgetperioden:

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
EBITDA-margin	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

Tabel 29: Årlig vækst i EBITDA-margin
Kilde: Egen tilvirkning

Den lavere EBITDA-margin skal ses i lyset af, at Pandora ikke forventes at levere samme overnomale vækstrater i den samlede omsætningen på 30-40% i budgetperioden.

5.2.3 Immaterielle og materielle anlægsaktiver

Trendanalysen konkluderede, at niveauet for den investerede kapital har været stigende gennem analyseperioden, men mindre end omsætningen. Den store forbedring i omsætningshastigheden

stemmeroverens med Pandoras responsive værdikæde og gode salgs- og distributionskanaler. Over analyseperioden er Pandoras immaterielle og materielle anlægsaktiver i procent af omsætningen faldet markant fra 73% til 40%. Denne tendens forventes at stabiliseres, hvor det vurderes Pandora immaterielle og materielle anlægsaktiver følger omsætningsandelen med 38% frem mod terminalperioden i 2021.

5.2.4 Af- og nedskrivninger

Af- og nedskrivninger har generelt ligget stabilt gennem analyseperioden sammenlignet med udviklingen i immaterielle og materielle anlægsaktiver. Af- og nedskrivninger har gennemsnitlig udgjort 5% af anlægsaktiverne og forventes at fortsætte i dette niveau gennem budgetperioden.

5.2.5 Skattesats

Pandoras effektive skattesats har generelt ligget lavere i forhold til den danske selskabsskat. Årsagen er, at Pandora som nævnt i PESTEL har skattefritagelse i Thailand frem til 2019. Pandoras skattesats er dog steget de sidste par år, og bl.a. tranfer-pricing sagen gjorde at selskabets effektive skattesats er højest i 2015. Der budgetteres derfor med en effektiv skattesats på 21%, som er lavere end den danske selskabsskat som fra og med 2016 er på 22%¹⁴⁷.

5.2.6 Nettoarbejdskapital

Gennem analyseperioden har posterne til nettoarbejdskapitalen ligget på et stabilt niveau i til trods for stigende omsætning, jf. trendanalysen. Derfor vil tilgodehavender udgøre 14% af omsætningen, varebeholdninger vil udgøre 15% af omsætningen og driftsgælden vil udgøre 27% af omsætningen i budgetperioden.

5.2.7 Nettorentebærende gæld

Udgangspunktet for Pandoras kapitalstyring er forholdet mellem nettorentebærende gæld og EBITDA som målsætning skal ligge mellem 0 og 1. Pandora har generelt en meget lav andel rentebærende gæld, som gennem analyseperioden i gennemsnit har været knap 4% af omsætningen og 0.6 forhold til EBITDA. Derfor budgetteres med en nettorentebærende gæld på 0% af omsætningen, og forklares nærmere i afsnit 6.1 vedrørende kapitalomkostninger.

5.3 Vækst i terminalperioden

Terminalperioden er den periode, hvor det forventes, at salgsvæksten, overskudsgraden og omsætningshastigheden når et konstant steady state niveau, jf. afsnit 5.1. Når terminalperioden fastsættes skal man være opmærksom på flere ting. For det første gælder salgsvæksten i terminalperioden i al fremtid. Hvis en væksten er højere end væksten i den globale økonomi,

¹⁴⁷Skatteministeriet: Selskabsskattesatser i EU landende 1995 - 2015

bygger estimatet på en urealistisk antagelse om, at virksomheden vil vokse sig større end verdens økonomien. Modsat gælder det, at vækstes der med en lavere terminalvækst end verdens økonomien vil virksomheden på sigt forsvinde. Dette synes imidlertid at være en realistisk antagelse givet efterspørgslen efter samme forbrugsprodukt er faldende over tid. For det andet skal man være opmærksom på at jo kortere budgetperioden er, des højere vil værdien af terminalleddet i værdiansættelsen være, hvorfor den eksplicit antagne vækst for perioden er vigtig. Da Pandora afsætter og producerer indenfor forbrugsgoder, og markedsvæksten drives af efterspørgsel vurderes det rimeligt at arbejde med en vækst i terminalperioden på mindre end den gennemsnitlige historiske vækst i den globale økonomi. Således antages det implicit at efterspørgslen efter Pandoras produkter på langsigt vil falde. Ifølge budget estimerterne vil Pandoras fremtidige salgsspredning på omkring 25% i emerging markeder og dermed 75% i de etablerede markeder og væksten i terminalperioden udregnes efter disse vægte. De langsigtede økonomiske vækstrater er udledt fra perioden 1980 – 2015, og det fulde datasæt og beregning findes i bilag 16. Den estimerede salgsvækst i terminalperioden ender på 2,5% mod den globale langsigtede vækst på 3%

5.4 Kvalitet af budgetter

For at undgå budgetteringen bliver for optimistisk foretages en budgetkontrol, dvs. en vurdering af realismen i budgetforudsætningerne og dermed af kvaliteten. Budgetkontrollen foretages ved at sammenligne den forventede rentabilitet med den nuværende og historiske rentabilitet. Nedenstående tabel viser udvalgte nøgleposter og den fulde udregning findes i bilag 19.

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
ROIC	77,5%	75,1%	75,3%	69,9%	64,6%
Overskudsgrad	27%	26,2%	25,5%	23,7%	23,6%
Omsætningshastighed	2,5	2,7	2,7	2,6	2,6

Tabel 30: Rentabilitetsnøgletal for budgetperioden

Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 30 viser tydeligt de positive forventninger til Pandora på kort sigt, men at afkastningsgraden falder mod terminalperioden. Udviklingen i en allerede høj afkastningsgrad forventes på kort sigt og udviklingen stemmer godt overens med afsnit 5.2.1æ Pandora har jf. trendanalysen ikke fokuseret på at effektivisere omkostningerne, men fokusere i højere grad på toplinjevækst, hvor omsætningskronen er større end omkostningskronen. Dette understøtter budgettallene, med en generelt faldende overskudsgrad, men relativ stærk omsætningshastighed. Det vurderes budgetforudsætningerne kan virke høje, men vurderes realistiske pga. Pandoras historiske performance og konklusionerne fra den strategiske- og regnskabsmæssige analyse.

6. Værdiansættelse

Følgende afsnit vil værdiansætte Pandora gennem the Discounted Cash Flow Model (DCF-modellen). Indledningsvis estimeres Pandoras kapitalomkostning og de komponenter som, der indgår i beregningen af WACC. Når kapitalomkostningen er estimeret værdiansættes Pandora pr. 16. maj 2016 gennem DCF og EVA for at besvare afhandlingens problemformulering. Den estimerede værdi pr. aktie sammenholdes med den faktiske aktiekurs for at finde fair value.

Da de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller bygger på en række subjektive antagelser, foretages en følsomhedsanalyse, der vil teste de væsentligste value drivers indvirkning på den estimerede aktiekurs. Afslutningsvis suppleres værdiansættelsen med en multipel analyse for at sammenligne den estimerede værdi af Pandora i forhold til den værdi, tilsvarende selskaber handles til.

6.1 Kapitalomkostning

Tilbagediskonteringen af det frie cash flow, FCFF, foretages gennem et estimeret gennemsnit af långivers og ejernes afkastkrav, the weighted average cost of capital, herefter WACC. Teoretisk bør the WACC tilpasses løbende så den afspejler den markedsværdibaserede kapitalstruktur, der blev benyttet til at budgettere det frie pengestrømme i budgetperioden. Ved beregning af WACC bliver udfordringen, at WACC bruges til at beregne markedsværdien og markedsværdien bruges til at beregne WACC, dvs. en cirkelproblematik. Da formålet med værdiansættelsen er at beregne markedsværdien af egenkapitalen, med henblik på at beregne aktiekursen, kan virksomhedens target kapitalstruktur eller kapitalstrukturen for sammenlignelige selskaber. Pandora vurdere løbende deres kapitalstruktur som forholdet mellem nettorentebærende gæld og EBITDA mellem 0 og 1. Pandora oplyser ikke om deres optimale kapitalstruktur, men har igangsat et aktietilbagekøbsprogram for at nedbringe aktiekapitalen. Pandoras rentebærende gæld udgjorde i 2015 næsten 2 mia. kr., men skal ses i lyset af flere år med negativ gæld. Det har været karakteristisk for Pandora at have en meget lav gældsandel, og forholdet mellem NRBG/EBITDA har i gennemsnit over analyseperioden ligget på 0,06. Fra rentabilitetsanalysen blev de ligeledes konkluderet at Pandora igennem de seneste år eksplosive vækst har haft negativ eller meget lav rentebærende gæld i forhold til egenkapitalen. Ud fra ovenstående antages at Pandoras langsigtede kapitalstruktur vil bestå af 100% egenkapital. Når kapitalstrukturen er fastlagt vil tilbagediskonteringen af det frie cash flow eksekveres med en konstant WACC ud fra følgende formel:

$$WACC = \frac{D}{EV} \times r_d \times (1 - T_c) + \frac{E}{EV} \times r_e$$

Hvor r_d er afkastet på fremmedkapitalen og r_e er ejernes afkastkrav. Da Pandora forudsættes at have en langsigtet target kapitalstruktur uden gæld vil forholdet mellem gæld og enterprise value udgøre 0.

I følgende afsnit vil der alene fokuseres på beregningen af ejernes afkastkrav.

6.1.1 Ejernes afkastkrav

Til estimering af ejernes afkastkrav bruges Capital Asset Pricing Model (CAPM), der i praksis og brede akademiske kredse er udbredt konsensus om brugen af denne model til fastlæggelse af afkastkrav ved brug af DCF-modellen¹⁴⁸. CAPM tager udgangspunkt i sammenhængen mellem de enkelte virksomheders afkast og afkastet for hele markedet. Modellen dikterer grundlæggende at med en bred aktieportefølje vil investor kun betale for den systematiske risiko, som er den risiko der ikke kan bortdiversificeres. Derfor er det kun den systematiske risiko målt ved beta, som prisfastsættes¹⁴⁹. Formlen for CAPM kan sammenfattes på følgende vis:

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f)$$

Hvor β_e er den systematiske risiko på egenkapitalen, r_f er den tilnærmede risikofrie rente og r_m repræsenterer afkastet ved at holde markedsporteføljen. Ejernes afkastkrav er derfor en funktion af den risikofrie rente og et risikotillæg, som tager udgangspunkt i markedsporteføljens risikopræmie.

6.1.2 Estimering af den risikofrie rente

I teorien er den risikofrie rente lig renten på nul-kuponobligationer, med en tidshorisont, som matcher hvert af de tilbagediskonteret cash flow, og hvor konkurs- eller reinvesteringsrisiko er elimineret¹⁵⁰. Som følge af et omfattende arbejde med sådan opsætning, anbefales det i praksis at benytte den effektive rente for den 10-årige danske statsobligation¹⁵¹. Den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation er 0,42% pr. maj 2016, hvilket er historisk lavt. Derfor vurderes at det bedste estimat for den risikofrie rente er et gennemsnit af de sidste 10 års historiske renteutvikling, svarende til 2,50%. Beregningen fremgår i fuld form af bilag 20.

6.1.3 Estimering af markeds risikopræmie

Risikopræmie angiver det tillæg, som en investor kræver for at investere i aktiver relativt til en investering i det risikofrie aktiv. Til estimering af markeds risikopræmie findes typisk to tilgange, en ex-post og en ex-ante tilgang¹⁵². Ex-post tilgangen undersøger forskellen mellem de historiske

¹⁴⁸ Plenborg & Petersen: Regnskabsanalyse for beslutningstager, s. 217

¹⁴⁹ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 249

¹⁵⁰ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 51

¹⁵¹ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 249

¹⁵² Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 264

afkast på aktiemarkedet og den risikofrie rente, mens ex-ante tilgangen forsøger at lave en konsensus forecast af markedsporteføljens implicitte risikopræmie i fremtiden.

Ex-post studier har vist, at de danske aktier i gennemsnit har givet et nominelt årligt merafkast på 5,0% i forhold til renten på en 10-årig dansk statsobligation¹⁵³. Estimatet understøttes af et andet ex-ante studie foretaget af Fernandez et al (2014), hvor det fremadrettede merafkast på det europæiske marked blev estimeret til 5,0% svarende til medianen af 224 professorers anvendte risikopræmier¹⁵⁴. På denne baggrund benyttes en markedsrisikopræmie på 5,0% til udregning af ejernes afkastkrav.

6.1.4 Estimering af beta

Den systematiske risiko beta, kan estimeres på baggrund af virksomhedens historiske afkasts kovarians til resten af markedet. Det noteres at modellens ex-post tilgang kan lede til en forkert konklusion, hvis virksomhedens risikoprofil ændres over tid. Derfor foretrækkes i praksis en kvalitativ vurdering af virksomhedens driftsmæssige- og finansielle risiko, som herefter kan tolkes som et estimat for beta¹⁵⁵. Den kvalitative metode argumenterer for, at eftersom virksomheden ændrer karakteristika over tid, både i form af aktiviteter og kapitalstruktur, giver det ikke et retvisende billede at foretage lange regressionsanalyser til udregning af beta estimatet. Aswath Damodaran, professor ved Stern University er foretaler for, at man bør estimere beta-værdien med udgangspunkt i den branche virksomheden befinder sig i. For Pandoras branche estimeres en ugearet beta-værdi på 1,1¹⁵⁶. Estimatet er estimeret på amerikansk data, hvorfor der foreligger en antagelse om, at den driftsmæssige risiko på brancheniveau er identisk i Danmark og USA. Det medfører at beta estimatet for Pandora bliver 1,1 til beregning af ejernes afkastkrav.

6.1.5 Beregning af ejernes afkastkrav

Ud fra ovenstående analyse og gennemgang kan ejernes afkastkrav beregnes gennem CAPM:

$$r_e = 2,54\% + 1,1 \times 5\% = 8,04\%$$

Da der budgetteres ned en nettorentebærende gæld på 0, vil ejernes afkastkrav være lig WACC, og 8,04% bruges som diskonteringsfaktor til værdiansættelse af Pandora.

6.2 Værdiansættelse ved DCF

Med udgangspunkt i den estimerede WACC og de opsatte proforma regnskaber, kan Pandoras fundamental værdi udregnes. Som beskrevet i afsnit 1.2.4 værdiansættes Pandora gennem DCF-

¹⁵³ NYU Stern School of Business: Estimating country risk premiums

¹⁵⁴ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 264

¹⁵⁵ Sørensen: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 53

¹⁵⁶ NYU Stern School of Business: Total Betas by Sector (for computing private company costs of equity) – US

modellen, som er en kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodel, der gennem tilbagediskontering af det budgetterede frie cash flow estimerer virksomhedens Enterprise Value. Ved at fratrække den nettorentebærende gæld fås markedsværdien af egenkapitalen. Enterprise Valuen kan beregnes ved følgende formel¹⁵⁷:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Det første led i formlen er nutidsværdien af de budgetterede frie pengestrømme, mens sidste led udgør nutidsværdien af terminalperioden. Det frie cash flow tilbagediskonteres med den estimerede kapitalomkostning, WACC, som alene udgør ejernes afkastkrav til Pandora, da der er budgetteret med en rentebærende gæld på nul, jf. afsnit (budget rentebærende gæld. Beregningen af Pandoras aktiens fair value fremgår af nedenstående tabel, der suppleres med en værdiansættelse gennem EVA-modellen, for at validere det regnskabstekniske.

Værdiansættelserne findes i fuld form i henholdsvis bilag 21 for DCF og bilag 22 for EVA.

Værdiansættelse ved DCF-modellen	
Nutidsværdi af FCFF	21.078,1
Nutidsværdi af terminalværdien	91.848,1
Enterprise value (mDKK)	112.926,3
Markedsværdi af nettorentebærende gæld (t-1)	1.932,0
Markedsværdi af egenkapitalen (mDKK)	110.994,3
Antal udestående aktier (m)	117,1
Aktiekurs (pr. 31/12/2015)	948,2
Værdi af fremdiskontering	28,3
Aktiekurs (pr. 16/05/2016)	976,5

Tabel 31: Værdiansættelse af Pandora ved DCF-modellen
Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelsen gennem DCF- og EVA-modellen blev beregnet pr. 31. december 2015. Derfor fremdiskonteres værdien med WACC til skæringsdatoen 16. maj 2016. Den beregnede aktiekurs for en Pandora aktie pr. 16. maj 2016 estimeres til 976,5 pr. stk. Estimatet ligger ikke langt fra markedskursen på 948, 5 kr. pr. stk.¹⁵⁸, men kan ud fra værdiansættelsen tolkes som, at Pandora på værdiansættelsesdagen stadig har et potentiale, som ikke er afspejlet i markedsprisen. Dette kan derfor tolkes som en købsbefaling på baggrund af værdiansættelsen.

¹⁵⁷ Plenborg & Petersen: Financial Statement Analysis, s. 216

¹⁵⁸ Euroinvestor: Pandora A/S – Historiske kurser

6.3 Følsomhedsanalyse

Da værdiansættelse gennem DCF-modellen bygger på en række subjektive estimater, er den beregnede markedsværdi følsom overfor fejl. Derfor bør en værdiansættelse altid suppleres af en følsomhedsanalyse af primære value drivers, for at demonstrere, hvorledes ændringer i disse vil påvirke den estimerede aktiekurs. I afsnit (value drivers) blev det beskrevet, hvorledes de fleste af budgetforudsætninger afhænger af omsætningen. Derfor inddrages omsætningen i følsomhedsanalysen. Derudover testes der på to andre parametre, EBITDA og WACC, da de er afgørende for de tilbagediskonterede frie pengestrømme. Følgende afsnit vil gennemgå følsomheden på den estimerede aktiekurs givet de primære value drivers justeres med +/- 1%-point.

Valuedriver	Ændring		Ændring i %	
	+1%-point	-1%point	+1%-point	-1%point
Omsætningsvækst i terminalperioden	1.137	822	16,5%	-15,8%
Omsætningsvækst i budgetperioden	986	911	1,01%	-6,68%
EBITDA-margin	1.104,27	792,10	13,08%	-18,88%
WACC	783,76	1.194,25	-19,74%	22,30%

Tabel 32: Følsomhedsanalyse
Kilde: Egen tilvirkning

6.3.1 Omsætningsvækst i terminalperioden

Af tabel 31 ses at nutidsværdien af det tilbagediskonteret frie cash flow i terminalperioden mDKK 91.848, hvilket svarer til over 80% af den samlede markedsværdi. Årsagen er, at den valgte budgetperiode er relativ kort, men som det fremgår af tabel 31 vil Pandora aktien svinge mellem +16,5% og -15,8% såfremt væksten ændres med +/- 1%-point. Dermed vil en fejlestimering af omsætningsvæksten i terminalperioden have større effekt end omsætningsvæksten i budgetperioden. Dette forhold gør værdiansættelsen meget følsom overfor denne value driver.

6.3.2 Omsætningsvækst i budgetperioden

Eftersom terminalperioden udgør over 80% af den samlede markedsværdi vil budgetperioden være mindre følsom over for fejlestimater. Omsætningsvæksten i budgetperioden blev estimeret ud fra forventninger om Pandoras fremtidige potentiale i deres salgsregioner, med fundering i de underliggende kernemarkeder. Derfor kan der generelt være betydelige usikkerhedsfaktorer forbundet med estimering af omsætningsvæksten i budgetperioden. I tabel 32 fremgår det at Pandora aktiekurs vil svinge mellem 1% og -6,7% ved ændring af den samlede omsætningsvækst på +/- 1%-point. Dermed ses at denne value driver ikke har samme indvirkning som følge af dens indvirkning på den samlede markedsværdi. Derfor vurderes værdiansættelsen for ikke at være så følsom over for ændringer i omsætningen grundet en relativ kort budgetperiode.

6.3.3 Ændring af EBITDA-margin

Som det fremgår af tabellen er værdiansættelsen meget følsom overfor ændringer i EBITDA-marginen, hvor kursen svinger fra +13,1% og -18,9% ved ændringer i denne value driver på +/- 1%-point. Effekten skal ses i lyset af Pandoras fokus på toplinjevækst i forhold til omkostningseffektiviseringer, jf. regnskabsanalysen og den strategiske analyse.

6.3.4 WACC

Pandora gennemsnitlige kapitalomkostninger blev brugt som diskonteringsfaktor og har en afgørende effekt, når nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow estimeres. WACC består, jf. afsnit 6.1 af flere komponenter, hvoraf de, der relaterer sig til estimeringen af egenkapitalen alene har relevans for følsomhedsanalysen, jf. afsnit 5.2.7. Af tabel 32 ses en invers relation mellem denne value driver og Pandoras aktiekurs. Således vil aktiekursen svinge mellem næsten -20% og over 20% ved en ændring af WACC på +/- 1%-point. Heraf kan det udledes at værdiansættelsen er meget følsom overfor ændringer i diskonteringsfaktoren. Det vurderes ikke sandsynligt at WACC vil stige med 1%, da komponenterne blev beregnet ud fra en ex-ante tilgang. Derudover er det risikofrie aktiv på værdiansættelsestidspunktet væsentligt lavere end det brugte gennemsnit. Derved vurderes det mere sandsynligt at WACC vil falde, som følge af ændringer i kapitalstrukturen.

7. Konklusion

Afhandlingens formål har været at estimere værdien af Pandora aktien. Til dette formål blev DCF-modellen valgt som værdiansættelsesmodel, da den opfylder de grundlæggende krav for en god værdiansættelsesmodel. For at validere den beregnede værdi blev værdiansættelsen ved DCF suppleret af en værdiansættelse gennem EVA, da begge modeller skal give samme resultat.

Den strategiske analyse har til formål at analysere og identificere de interne og eksterne faktorer, som kan få indflydelse på Pandoras forretningsgrundlag fremadrettet. Dette blev gjort gennem en omverdensanalyse, hvor de makroøkonomiske forhold samt branchen blev analyseret gennem PESTEL og Porters Five Forces. Derudover der i den strategiske analyse fortaget en intern analyse gennem Poters Værdikædeanalyse. Endeligt blev Pandoras markedsstrategier og vækstpotentiale for deres tre salgsregioner vurderet ud fra de foregående analyser. Den eksterne analyse konkluderede, at Pandoras forretningskoncept for brandede smykker stadig er succesfuldt og rentabelt. Markedet for brandede smykker er langt fra udtømt og væksten i budgetperioden drives i høj grad af en positiv udvikling i like-for-like salg i Asien og Stillehavet samt en voksende middelklasse på verdens største smykkemarked Kina. Væksten virker til at hæmmes af svagere økonomisk vækst fra Pandoras kernemarkeder, USA og Europa, hvor levn fra finanskrisen stadig er at spore samt en stigende konkurrenceintensitet i smykkemarkedet. Den interne analyse viste, at Pandora via stram styring og overvågning har formået at ekspandere på nye markeder i det rigtige tempo, samtidig med at de eksisterende markeder udvikles og fintunes med hyppigere produktlanceringer og udskiftninger af de etablerede konceptlinjer. Pandoras konkurrencemæssige fordel består især af et stærkt brand og veletableret distributionskanaler. Afslutningsvis blev den strategiske analyse afrundet med en SWOT-matrice.

Regnskabsanalysen havde til formål at afdække det historiske niveau for rentabiliteten.

Regnskabsanalysen tog udgangspunkt i regnskabsårene 2010 frem til 2015 således at de beregnede finansielle nøgletal dækker over perioden siden børsnoteringen. Rentabilitetsanalysen viste at Pandora gennem analyseperioden har forbedret sin afkastgrad fra 43,6% til 56,1%, hvilket outperformer den valgte peer-groupen markant. Dekomponering af afkastningsgraden viste, at Pandora har formået at forbedre omsætningshastigheden af den investerede kapital med næsten 100 dage, og var tæt på dobbelt så effektive som peer-groupen. Dekomponeringen af Pandora omsætning klarlagde at Pandora strategi om at vækste gennem brandede salgskanaler virker særligt profitabelt. Af den geografiske dekomponering af Pandoras nøglemarkeder fremgik det, at Pandora omsætningsvækst er steget markant over de senere år, drevet af positivt like-for-like salg og vokser markant hurtigere end det generelle smykkemarked.

Afslutningsvis blev rentabilitetsanalysen suppleret med en trend- og common-size analyse, som understøttede Pandoras imponerende rentabilitet. Analyserne viste også at Pandoras omkostninger er stigende, men opvejes af en stærk omsætningsvækst. Dette indikere at Pandora ikke er fuldt effektiviseret endnu og der derfor stadig er uudnyttet potentiale på smykkemarked. Derved er der stor korrelation mellem Pandoras vækst strategi og konklusionerne i regnskabsanalysen. Ud fra ovenstående vurderes det, at Pandora i fremtiden har et betydeligt potentiale for toplinevækst, hvor især Asien og Stillehavsområdet forventes at drive denne.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen blev eksplicitte budgetter udarbejdet for en periode frem til 2020. Proforma budgetterne inkluderer resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse for at sikre de nødvendige sammenhænge. Når budgetperioden slutter, antages væksten at nå steady state ligevægten, hvorefter en perpetuitet anvendes til at estimere terminalværdien. Til at beregne nutidsværdien af det budgetterede frie cash flow blev diskonteringsraten beregnet, der tager højde for Pandoras gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC. Det blev antaget at Pandora benytter en langsigtet target kapitalstruktur med 100% egenkapital, hvorfor kapitalomkostningen alene består af ejernes afkastkrav. Ejernes afkastkrav blev igennem CAPM beregnet til 8,04%.

Værdien af en Pandora aktie pr. 16. maj 2016 blev estimeret til 976,5 kr., hvilket lå marginalt over markedskursen på 948,5 kr. Således kan værdiansættelsen tolkes som, at Pandora på værdiansættelsesdagen stadig har et potentiale, som ikke er afspejlet i markedsprisen.

Da DCF-modellen bygger på en række antagelser og subjektive estimater blev værdiansættelsen fuldt op af en følsomhedsanalyse af de primære value drivers. Af følsomhedsanalysen blev det klart, at værdiansættelsens estimat er følsom overfor ændringer i omsætningsvæksten i terminalperioden, WACC og EBITDA-marginen.

På baggrund af ovenstående gennemgang bliver den endelige konklusion, at Pandora aktien er marginalt undervurderet pr. 16. maj 2016, hvorfor der på baggrund af afhandlingen gives en købsanbefaling.

8. Litteraturliste

Bøger

Titel: Pandora – Danmarks vildeste væksteventyr

Forfatter(e): Ole Hall

Udgiver: Berlingske Media Forlag

ISBN: 978-87-7159-084-5

Titel: Financial Statement Analysis

Forfatter(e): Thomas Plenborg & Christian V. Petersen

Udgiver: FT Prentice Hall

ISBN: 978-0-273-75234-6

Titel: Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Forfatter(e): Thomas Plenborg & Christian V. Petersen

Udgiver: Forlag Thomson

ISBN10: 8761912425

Titel: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies

Forfattere(e): Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels

Udgiver: McKinsey & Company

ISBN: 978-0-470-42465-0

Titel: Forecasting Methods and Applications

Forfatter(e): Spyros Makridakis, Steven C. Wheelwright & Rob J. Hyndman

Udgiver: John Wiley & Sons, Inc.

ISBN: 978-0-471-532333-0

Titel: The Core Competence of the Corporation

Forfatter(e): C.K. Prahalad and Gary Hamel

Udgiver: Springer Berlin Heidelberg

ISBN: 978-3-540-30763-1

Titel: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang

Forfatter(e): Ole Sørensen

Udgiver: forlag Gjellerup

ISBN-13:97887130503

Artikler og hjemmesider

Titel: Chok fra Pandora

Dato: 02.08.2011

Forfatter(e): Uffe hasen - Børsen

Link: http://penge.borsen.dk/artikel/1/211975/chok_fra_pandora_-_markant_nedjustering.html

Titel: The PANDORA story

Dato: Senest 15.09.2016

Forfattere(e): Pandora

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

Titel: Ownership-profile

Data: Senest 15.09.2016

Forfatter(e): Pandora

Link: <http://investor.en.pandora.net/ownership-profile.cfm>

Titel: Værdiansættelse af virksomheder

Dato: Januar 2004

Forfattere: Thomas Plenborg – Børsen

Link: http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html

Titel: Countries and Regions - China

Udgiver: European Commission

Link: <http://ec.europa.eu/trade/policy/countries-and-regions/countries/china/>

Titel: Et afgørende valg for hele EU

Dato: 12.04.2016

Forfatter(e): Henrik Franck - Børsen

Link: http://borsen.dk/opinion/blogs/view/17/4017/brexit_-_et_afgoerende_valg_for_hele_eu.html

Titel: Verdens bosser slår alarm mod protektionisme

Dato: 29.01.2009

Forfatter(e): Ritzau - Politiken

Link: <http://politiken.dk/oekonomi/ECE639096/verdens-bosser-slaar-alarm-mod-protektionisme/>

Titel: Brexit and the Implications for the Consumer Goods Industry

Dato: 09.05.2016

Forfattere(e): Euromonitor International

Link: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/analysis/tab>

Titel: Storbritannien banker selskabsskatten endnu længere ned

Dato: 16.03.2016

Forfatter(e): Maria Kehlet - Finans

Link: <http://finans.dk/live/politik/ECE8517183/storbritannien-banker-selskabsskatten-endnu-laengere-ned/?ctxref=ext>

Titel: Efter brexit – nu overvejer de at sænke selskabsskatten markant

Dato: 04.07.2016

Forfatter(e): Ritzau – tv2

Link: <http://nyheder.tv2.dk/udland/2016-07-04-efter-brexit-nu-overvejer-de-at-saenke-selskabsskatten-markant>

Titel: Pandora fritages for skat i Thailand frem til 2019

Dato: 15.12.2010

Forfatter(e): Redaktionen – Børsen

Link: http://penge.borsen.dk/artikel/1/197616/pandora_fritages_for_skat_i_thailand_frem_til_2019.html

Titel: Løkke skubber skattereform til efteråret

Dato: 12.01.2016

Forfatter(e): Ulrik Horn - Børsen

Link: http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/317828/loekke_skubber_skattereform_til_efteraaret_-_og_lover_ny_2025-plan.html

Titel: Cepos om lavere selskabsskat i UK – Danmark skal gå samme vej

Dato: 04.07.2016

Forfatter(e): Jane Grønning Johansen - Børsen

Link: http://borsen.dk.esc-web.lib.cbs.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/327421/cepos_om_lavere_selskabsskat_i_uk_danmark_skal_gaa_samme_vej.html?hl=YToyOntpOjA7czoxMjoic2thdHRlcmVmb3JtltjpOjc7czoxMjoiU2thdHRlcmVmb3Jtltjt9

Titel: Pandora skal betale knap en milliard i ekstra skat

Dato: 17.02.2015

Forfatter(e): Esben Vest Jensen - Berlingske Business

Link: <http://www.business.dk/detailhandel/skattesmaek-pandora-skal-betale-knap-en-milliard-i-ekstra-skat>

Titel: Pandora får smæk for smykkekegler

Dato: 28.06.2012

Forfatter(e): Morten Bank Jørgensen - Børsen

Link: <http://www.business.dk/detailhandel/pandora-faar-smaek-for-smykkekegler>

Titel: Pandora A/S in Personal Accessories (World)

Dato: 11.08.2015

Forfatter(e): Euromonitor International

Link: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/analysis/tab>

Titel: Company Announcement No 75

Dato: 15.03.2013

Forfatter(e): Pandora

Link: <http://investor.pandoragroup.com/releases.cfm?ReleasesType=Company+Announcements&Landing=no&showlanguage=English&Year=2013>

Titel: Pandora Announcement No 286

Dato: 23.02.2016

Forfatter(e): Pandora

Link: http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFRFB/2438204613x0x876656/79495C16-7EC3-4772-835F-F62210C3BF97/PANDORA_Company_Announcement_No_286_UK.pdf

Titel: Fakta -sagen Pandora

Dato: 15.11.2013

Forfatter(e): Ritzau - Information

Link: <https://www.information.dk/telegram/2013/11/fakta-sagen-pandora>

Titel: Pandora får millionbøde i storstilet retssag

Dato: 02.11.2014

Forfatter(e): Ritzau - Børsen

Link: <http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/295348/pandora-faar-millionboede-i-storstilet-retssag.html>

Titel: Jewellery in China

Dato: 14.07.2016

Forfatter(e): Euromonitor International

Link: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/analysis/tab>

Titel: Next Threat to US Shale Rising Interest Payments

Dato: 19.07.2016

Forfatter(e): Asjylyn Loder - Bloomberg

Link: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-18/next-threat-to-u-s-shale-rising-interest-payments>

Titel How Competitive Forces Shape Strategy

Dato: Marts, 1979

Forfatter(e): Michael E. Porter – Harvard Business Review

Link: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>

Titel: Den gode årsrapport opfylder læserens behov

Dato: 07.06.2006

Forfatter(e): Thomas Plenborg – Berlingske Business

Link: <http://www.business.dk/ledelse/den-gode-aarsrapport-opfylder-laeserens-behov>

Titel: China Gives Up On Onechild Policy After 35 years

Dato: 29.11.2015

Forfatter(e): Staff Write – Businessfinancenews

Link: <http://www.businessfinancenews.com/25639-china-gives-up-on-onechild-policy-after-35-years/>

Titel: Signet Jewelers Completes Acquisition of Zale Corporation

Dato: 29.05.2014

Forfatter(e): Signet Jewelers Ltd.

Link: <http://www.signetjewelers.com/investors/news-releases/news-release-details/2014/Signet-Jewelers-Completes-Acquisition-of-Zale-Corporation/default.aspx>

Titel: Selskabsskattesatser i EU landene 1995-2015

Dato: 10.12.2015

Forfatter(e): Skatteministeriet

Link: <http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2015>

Rapporter og udgivelser

Titel: Årsrapporter 2009 - 2015

Udgiver: Pandora A/S

Link: <http://investor.pandora.net/annuals.cfm>

Titel: Børsprospekt 2010

Udgiver: Pandora

Link: <http://investor.pandora.net/prospectus.cfm>

Titel: Tiffany & Co. Årsrapporter 2009 – 2015

Udgiver: Tiffany & Co.

Link: <http://investor.tiffany.com/annuals.cfm>

Titel: Signet Jewelers Årsrapporter 2009 – 2015

Udgiver: Signet Jewelers Ltd.

Link: <http://www.signetjewelers.com/investors/financial-reports/>

Titel: Emneblade om den Europæiske Union 2016: Asien-Stillehavet

Udgiver: Europa Parlamentet

Link: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/da/FTU_6.6.6.pdf

Titel: World Economic Outlook - July Update 2016

Udgiver: The International Monetary Fund

Link: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>

Titel: Økonomisk Bulletin, Økonomisk Oversigt 4/2016

Udgiver: Den Europæiske Central Bank

Link: https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/andre_institutioner/Documents/ECB_OEK_oversigt_juni_2016_DA.pdf

Titel: Annual Report 2015 ,

Udgiver: Den Europæiske Centralbank

Link: https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/andre_institutioner/Documents/ECB_ANNUAL_DA_2015.pdf

Titel: Concentrated pain, widespread gain - Dynamics of the lower oil prices

Udgiver: Blackrock

Link: <https://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/bii-concentrated-pain-widespread-gain-us.pdf>

Titel: Global Jewelry & Watches March 2014

Udgiver: MarketLine Industry Profile

Link: <http://advantage.marketline.com.esc-web.lib.cbs.dk/>

Titel: The hybrid consumer

Udgiver: Emeraldinsight.com

Link: <http://www.emeraldinsight.com/doi/full/10.1108/MD-12-2012-0867>

Titel: Global Economic Prospects June 2016 – Divergences and Risks

Udgiver: Worldbank

Link: <http://pubdocs.worldbank.org/en/842861463605615468/Global-Economic-Prospect-2016-Divergences-and-risks.pdf>

Titel: A multifaceted future: The jewelry industry in 2020

Udgiver: McKinsey & Company

Link: <http://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/a-multifaceted-future-the-jewelry-industry-in-2020>

Databaser og statistikker:

Titel: MarketLine

Udgiver: MarketLine

Link: <http://advantage.marketline.com.esc-web.lib.cbs.dk/>

Titel: Euromonitor International

Udgiver: Euromonitor International

Link: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/statistics/tab>

Titel: Danmarks Nationalbanks rentesatser

Udgiver: Danmarks Nationalbank – Statistikbanken:

Link: <https://www.nationalbanken.dk/da/statistik/statistikbanken/Sider/default.aspx>

Titel: World Economic Outlook Database

Udgiver: International Monetary Fund

Link: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/02/>

Titel: Betas by Sector (US)

Udgiver: Aswath Damodaran – Stern New York University

Link: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/02/>

Tabeloversigt

Tabel 1: Produktspecifikke nøgletal for Pandoras produktkategorier

Tabel 2: Pandoras strategiske nøglemarkeder

Tabel 3: Opsummering af PESTEL-analysen

Tabel 4: Forventet udvikling i real BNP på Pandoras strategiske nøglemarkeder

Tabel 5: Opsummering af brancheanalysens konklusioner

Tabel 6: Pandoras værdiskabende aktiviteter

Tabel 7: Markedsføringsomkostninger i pct. af omsætningen fra 2009 – 2015

Tabel 8: SWOT

Tabel 9: Peer-group

Tabel 10: Udregning af NOPAT

Tabel 11: Udregning af nettofinansielleomkostninger efter skat

Tabel 12: Udregning af investeret kapital

Tabel 13: Udvikling i ROIC

Tabel 14: Udvikling i overskudsgraden

Tabel 15: Udvikling i aktivernes omsætningshastighed

Tabel 16: Udvikling i egenkapitalsforrentningen

Tabel 17: Udvikling i den finansielle gearing

Tabel 18: Udvikling i nettolånerenten efter skat

Tabel 19: Omsætningsudvikling på nøglemarkeder og samlet

Tabel 20: Trendanalyse af åbnede salgskanaler

Tabel 21: Andel af koncernomsætning pr. salgskanal

Tabel 22: Gennemsnitlig salg i mDKK pr. salgskanal

Tabel 23: Trendanalyse af Pandora resultatopgørelse

Tabel 24: Trendanalyse af Pandoras Investeret kapital og udvalgte balanceposter

Tabel 25: Common-size analyse af Pandoras omsætning og driftsomkostninger

Tabel 26: Budgetforudsætninger og Value drivers

Tabel 27: Estimering af omsætning – Nord og Sydamerika

Tabel 28: Estimering af omsætning – Europa

Tabel 29: Årlig vækst i EBITDA-margin

Tabel 30: Rentabilitetsnøgletal for budgetperioden

Tabel 31: Værdiansættelse af Pandora ved DCF-modellen

Tabel 32: Følsomhedsanalyse

Figuroversigt

Figur 1: Udvikling i aktiekurs, omsætning og EBITDA

Figur 2: Afhandlingens struktur

Figur 3: Salgsudviklingen i Pandoras salgsregioner

Figur 4: Udvikling i olieprisen pr. tønde i USD

Figur 5: Markedsværdi af smykkemarkedet

Figur 6: Omsætning i procent udfra produktkategori

Figur 7: Udvikling i EBITDA-margin for Pandora og nærmeste peer-group

Figur 8: Overvejelser vedrørende budgetperiodens længde

Bilagsoversigt

Bilag 1: Arbejdsløshed

Bilag 2: Guldpriser

Bilag 3: Sølvpriser

Bilag 4: CAGR smykkemarkeder

Bilag 5: Bloomberg Peers-group

Bilag 6: Analytisk resultatopgørelse Pandora

Bilag 7: Analytisk balance Pandora

Bilag 8: Analytisk resultatopgørelse Tiffanys & Co.

Bilag 9: Analytisk balance Tiffanys & Co.

Bilag 10: Analytisk resultatopgørelse Signet Jewelers Ltd.

Bilag 11: Analytisk balance Signet Jewelers Ltd.

Bilag 12: Afskrivninger

Bilag 13: Rentabilitetsnøgletal for Pandora

Bilag 14: Rentabilitetsnøgletal for Tiffanys & Co.

Bilag 15: Rentabilitetsnøgletal for Signet Jewelers Ltd.

Bilag 16: Den estimerede salgsvækst i terminalperioden

Bilag 17: Samlede budgetforudsætninger

Bilag 18: Proforma regnskaber

Bilag 19: Kvalitet af budgetter

Bilag 20: Den risikofrie rente

Bilag 21: Værdiansættelse ved DCF

Bilag 22: Værdiansættelse ved EVA

Bilag 1: Arbejdsløshed



Historical/Forecast % of economically active population																
Categories	Geographie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Gns.		
Unemployment Rate	World	7,00	6,50	6,30	6,30	6,00	6,20	-	-	-	-	-	-	-		
Unemployment Rate	China	2,90	2,80	2,80	2,90	3,10	3,30	3,60	3,70	3,70	3,70	3,80	3,80	3,34		
Unemployment Rate	Australia	5,20	5,10	5,20	5,70	6,10	6,10	5,70	5,50	5,30	5,20	5,30	5,40	5,48		
Unemployment Rate	USA	9,60	8,90	8,10	7,40	6,20	5,30	4,90	4,80	4,70	4,70	4,70	4,70	6,17		
Unemployment Rate	Germany	7,00	5,80	5,40	5,20	5,00	4,60	4,20	4,40	4,50	4,50	4,60	4,70	4,99		
Unemployment Rate	United Kingdom	7,80	8,10	7,90	7,60	6,20	5,30	5,00	5,50	5,70	5,90	6,00	6,00	6,42		
Research Sources:																
Unemployment Rate: Euromonitor International from International Labour Organisation (ILO)/Eurostat/national statistics/OECD																
Date Exported (GMT): 10-09-2016 18:24:47																
© Euromonitor International																

Bilag 2: Guldpriser

GOLDS Comdty (GOLD SPOT \$/OZ)

Bloomberg



Bilag 3: Sølvpriser

XAG Cuncy (Silver Spot \$/Oz)

Bloomberg



Bilag 4: CAGR smykkemarkeder

mUSD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR	Vækst total
World	223.983	259.208	276.602	305.033	310.354	305.651	315.557	339.127	364.798	397.366	441.204	7,0%	40%
Asia Pacific	105.342	131.845	148.081	171.928	178.346	186.066	196.651	214.216	232.267	253.271	275.516	10,1%	40%
Americas	63.595	64.269	63.873	64.053	64.228	62.841	62.380	63.497	65.882	72.060	87.804	3,3%	41%
Europe	48.276	50.402	48.056	48.469	46.304	37.480	35.753	36.893	38.443	40.092	42.139	-1,4%	18%
mUSD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR	Vækst total
World	223.983	259.208	276.602	305.033	310.354	305.651	315.557	339.127	364.798	397.366	441.204	7,0%	40%
China	43.676	58.961	71.957	90.462	92.377	97.519	102.959	112.353	122.476	134.672	148.547	13,0%	44%
Australia	3.326	3.876	3.965	3.776	3.603	3.077	2.992	3.039	3.093	3.127	3.178	-0,5%	6%
USA	49.435	54.506	57.585	61.060	62.024	60.305	61.823	64.226	66.565	68.848	70.949	3,7%	15%
France	5.357	5.676	4.901	4.634	4.540	3.827	3.785	3.859	4.050	4.200	4.378	-2,0%	16%
Germany	4.902	5.379	5.066	5.081	5.059	4.278	4.291	4.480	4.689	4.788	4.901	0,0%	14%
Italy	6.171	6.307	5.385	5.048	4.938	4.082	3.994	4.023	4.112	4.240	4.425	-3,3%	11%
United Kingdom	5.915	6.028	5.878	5.907	6.308	5.950	5.860	6.320	6.657	6.952	7.280	2,1%	24%

Bilag 5: Bloomberg Peers-group

Menu> to Return

Peers of Pandora A/S

Page 1/1 Search Bloomberg: Results

1) Top Results	Comparing Pandora A/S (Copenhagen) to its Bloomberg Comps							
General	Name	Mkt Cap	Ccy Adj Lst Px	Chg Pct 1D	EPS - 1 Yr Gr	P/E	Dvd Yld	
2) Companies 0	Average	23.35B	122.17	0.62%	-4.07%	17.35	2.86%	
3) Functions 0	41) PANDORA A/S	105.36B	861.50	0.76%	23.60%	27.88	--	
4) People 0	42) TIFFANY & CO	9.05B	71.80	2.22%	-3.73%	18.73	2.20%	
5) FAQs 0	43) SIGNET JEWELERS LTD	9.04B	115.38	2.55%	23.48%	16.80	0.76%	
6) Definitions 0	44) EASTERN GOLD JADE CO LTD-A	13.34B	9.88	0.41%	-37.19%	39.28	0.00%	
7) Reference 0	45) SHANGHAI YUYUAN TOURIST-A	18.18B	12.65	-1.25%	-19.48%	22.53	--	
8) Excel Library 0	46) LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	10.05B	17.12	-1.83%	-13.56%	7.91	5.05%	
9) Data Fields 0	47) CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	53.50B	5.35	5.11%	-24.90%	12.38	5.05%	
10) News 0	48) LAO FENG XIANG CO LTD-B	2.91B	25.71	-0.45%	5.69%	13.25	--	
11) Law	49) CHOW SANG SANG HLDG	7.97B	11.78	0.68%	4.44%	7.05	4.07%	
Securities								
12) Equities 0								
13) Funds 0								
14) Fixed Income 0								
15) Currencies 0								
16) Mtge Issuers 0								
17) Muni Issuers 0								
Related Functions								
RV		Relative Valuation						
RVH		Relative Value Histogram						

Bilag 6: Analytisk resultatopgørelse Pandora A/S

PANDORA A/S: Koncernregnskab 2010 - 2015

Resultatopgørelse

DKK mio.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	3461	6666	6658	6652	9010	11942	16737
Produktionsomkostninger	-983	-1931	-1780	-2202	-2970	-3470	-4332
Bruttoresultat	2478	4735	4878	4450	6040	8472	12405
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-627	-1494	-1890	-1982	-2314	-3008	-4581
Administrationsomkostninger	-279	-560	-709	-813	-845	-1170	-1610
EBITDA	1572	2681	2279	1655	2881	4294	6214
Af- og nedskrivninger	-148	-265	-221	-180	-200	-222	-400
Resultat af primær drift (EBIT)	1424	2416	2058	1475	2681	4072	5814
Skat på EBIT	-220	-409	-288	-276	-510	-814	-1.818
Driftsresultat efter skat NOPAT	1.204	2.007	1.770	1.199	2.171	3.258	3.996
Finansielle indtægter	44	54	149	132	167	14	84
Finansielle omkostninger	-279	-218	-349	-128	-106	-214	-553
Nettofinansielleomkostninger, før skat	-235	-164	-200	4	61	-200	-469
Skatteskjold, nettofinansielleomkostninger	36	28	28	-1	-12	40	147
Nettofinansielleomkostninger, efter skat	-199	-136	-172	3	49	-160	-322
Resultat af ordinær drift, før skat	1189	2252	1858	1479	2742	3872	5345
Skat af årets resultat	-184	-381	-260	-277	-522	-774	-1671
Resultat af ordinær drift, efter skat	1005	1871	1598	1202	2220	3098	3674
Særlige poster efter skat			439				
Årets resultat	1005	1871	2037	1202	2220	3098	3674

Bilag 7: Analytisk balance

Opgørelse af investeret kapital (fra aktivsiden)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER	5816	8959	8051	8414	9275	10556	13311
Likvider	-824	-1224	-176	-341	-686	-1131	-889
Udskudte skatteforpligtelser	-559	-606	-552	-552	-471	-430	-394
Hensatte forpligtelser, langfristede	-4	-536	-64	-7	-35	-61	-97
Hensatte forpligtelser, kortfristede	-64	-76	-230	-463	-471	-678	-971
Leverandørgæld	-106	-245	-288	-219	-539	-804	-1329
Skyldige selskabsskatter	-207	-351	-344	-283	-546	-643	-306
Anden gæld, langfristede	0	-18	-2	-2	-3	0	-249
Anden gæld, kortfristede	-252	-486	-775	-645	-551	-630	-1005
Investeret kapital, nettodriftsaktiver	3800	5417	5620	5902	5973	6179	8071
Driftsaktiver	4.992,00	7.735,00	7.875,00	8.073,00	8.589,00	9.425,00	12.422,00
Driftsgæld	-1.192,00	-2.318,00	-2.255,00	-2.171,00	-2.616,00	-3.246,00	-4.351,00
Investeret kapital	3.800,00	5.417,00	5.620,00	5.902,00	5.973,00	6.179,00	8.071,00
Gns. Investeret kapital		4.608,50	5.518,50	5.761,00	5.937,50	6.076,00	7.125,00
Opgørelse af investeret kapital (fra passivsiden)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	1649	4315	5411	6038	6462	7032	6139
Lån og andel gæld, langfristede	2703	0	375	151	0	0	2350
Lån og anden gæld, kortfristede	272	2326	10	7	49	10	257
Finansielle instrumenter	0	0	0	47	148	268	214
Likvider	-824	-1224	-176	-341	-686	-1131	-889
Nettorentebærende gæld	2151	1102	209	-136	-489	-853	1932
Investeret kapital (EK + NRBG)	3800	5417	5620	5902	5973	6179	8071

Bilag 8: Analytisk resultatopgørelse Tiffanys & Co.

Tiffany & Co (TIF US) - Adjusted

In Millions of USD except Per Share 12 Months Ending	FY 2009 01/31/2009	FY 2010 01/31/2010	FY 2011 01/31/2011	FY 2012 01/31/2012	FY 2013 01/31/2013	FY 2014 01/31/2014	FY 2015 01/31/2015
Revenue	2.848,9	2.709,7	3.085,3	3.642,9	3.794,2	4.031,1	4.249,9
+ Sales & Services Revenue	2.848,9	2.709,7	3.085,3	3.642,9	3.794,2	4.031,1	4.249,9
- Cost of Revenue	1.202,4	1.179,5	1.262,0	1.491,6	1.631,0	1.690,7	1.712,7
+ Cost of Goods & Services	1.202,4	1.179,5	1.262,0	1.491,6	1.631,0	1.690,7	1.712,7
Gross Profit	1.646,4	1.530,2	1.823,3	2.151,4	2.163,3	2.340,4	2.537,2
+ Other Operating Income	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Operating Expenses	1.138,2	1.089,7	1.210,9	1.400,2	1.466,1	1.546,5	1.645,7
+ Selling, General & Admin	1.139,5	1.089,7	1.210,9	1.400,2	1.466,1	1.546,5	1.645,7
+ Research & Development	—	—	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other Operating Expense	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operating Income (Loss)	508,3	440,5	612,4	751,1	697,2	793,9	891,4
- Non-Operating (Income) Loss	28,9	50,5	47,3	43,5	53,6	49,5	60,1
+ Interest Expense, Net	—	—	—	—	—	—	—
+ <i>Interest Expense</i>	—	—	—	—	—	—	—
- <i>Interest Income</i>	—	—	—	—	0,0	0,0	—
+ Foreign Exch (Gain) Loss	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ (Income) Loss from Affiliates	—	—	—	—	—	—	—
+ Other Non-Op (Income) Loss	28,9	50,5	47,3	43,5	53,6	49,5	60,1
Pretax Income (Loss), Adjusted	479,4	390,0	565,1	707,7	643,6	744,5	831,3
- Abnormal Losses (Gains)	113,6	0,0	17,6	42,7	0,0	489,6	93,8
+ Early Extinguishment of Debt	—	—	—	—	—	—	93,8
+ Asset Write-Down	—	—	—	—	—	—	—
+ Impairment of Goodwill	—	—	—	—	—	—	—
+ Legal Settlement	—	—	—	—	—	480,2	—
+ Restructuring	101,2	—	17,6	42,7	—	9,4	—
+ Other Abnormal Items	12,4	—	—	—	—	—	—
Pretax Income (Loss), GAAP	365,8	390,0	547,4	665,0	643,6	254,9	737,5

- Income Tax Expense (Benefit)	133,6	124,3	179,0	225,8	227,4	73,5	253,4
+ Current Income Tax	119,0	139,1	239,4	276,5	246,7	101,4	215,6
+ Deferred Income Tax	14,6	-14,8	-60,3	-50,8	-19,3	-27,9	37,7
+ Tax Allowance/Credit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Income (Loss) from Cont Ops	232,2	265,7	368,4	439,2	416,2	181,4	484,2
- Net Extraordinary Losses (Gains)	12,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Discontinued Operations	12,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ XO & Accounting Changes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Income (Loss) Incl. MI	220,0	264,8	368,4	439,2	416,2	181,4	484,2
- Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income, GAAP	220,0	264,8	368,4	439,2	416,2	181,4	484,2
- Preferred Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Other Adjustments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income Avail to Common, GAAP	220,0	264,8	368,4	439,2	416,2	181,4	484,2
Net Income Avail to Common, Adj	301,7	265,7	379,2	465,2	416,2	499,3	545,1
Net Abnormal Losses (Gains)	69,5	0,0	10,8	26,0	0,0	317,9	61,0
Net Extraordinary Losses (Gains)	12,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Basic Weighted Avg Shares	124,7	124,3	126,6	127,4	126,7	127,8	129,2
Basic EPS, GAAP	1,76	2,13	2,91	3,45	3,28	1,42	3,75
Basic EPS from Cont Ops	1,86	2,14	2,91	3,45	3,28	1,42	3,75
Basic EPS from Cont Ops, Adjusted	2,42	2,14	3,00	3,65	3,28	3,91	4,22
Diluted Weighted Avg Shares	126,4	125,4	128,4	129,1	127,9	128,9	129,9
Diluted EPS, GAAP	1,74	2,11	2,87	3,40	3,25	1,41	3,73
Diluted EPS from Cont Ops	1,84	2,12	2,87	3,40	3,25	1,41	3,73
Diluted EPS from Cont Ops, Adjusted	2,39	2,12	2,95	3,60	3,25	3,88	4,20
Reference Items							
Accounting Standard	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
EBITDA	644,1	579,9	760,3	897,1	860,9	974,5	1.085,6
EBITDA Margin (T12M)	22,61	21,40	24,64	24,63	22,69	24,18	25,54
EBITA	506,8	442,2	610,9	—	—	—	—
EBIT	508,3	440,5	612,4	751,1	697,2	793,9	891,4
Gross Margin	57,79	56,47	59,10	59,06	57,01	58,06	59,70
Operating Margin	17,84	16,26	19,85	20,62	18,38	19,69	20,98
Profit Margin	10,59	9,80	12,29	12,77	10,97	12,39	12,83
Sales per Employee	316.539,89	322.583,81	335.357,61	371.728,27	383.257,47	380.295,28	354.159,42
Dividends per Share	0,66	0,68	0,95	1,12	1,25	1,34	1,52
Total Cash Common Dividends	84,6	84,6	120,4	142,8	158,4	171,3	196,4
Capitalized Interest Expense	—	—	—	—	—	—	—
Depreciation Expense	137,3	137,7	149,4	—	—	—	—
Rental Expense	147,8	157,9	190,2	215,8	197,3	0,0	0,0

Source: Bloomberg

Bilag 9: Analytisk balance Tiffanys & Co.

Tiffany & Co (TIF US) - Standardized

In Millions of USD except Per Share 12 Months Ending	FY 2009 01/31/2009	FY 2010 01/31/2010	FY 2011 01/31/2011	FY 2012 01/31/2012	FY 2013 01/31/2013	FY 2014 01/31/2014	FY 2015 01/31/2015
Total Assets							
+ Cash, Cash Equivalents & STI	160,4	785,7	740,9	442,2	504,8	367,0	731,5
+ Cash & Cash Equivalents	160,4	785,7	681,6	434,0	504,8	345,8	730,0
+ ST Investments	0,0	0,0	59,3	8,2	0,0	21,3	1,5
+ Accounts & Notes Receiv	164,4	158,7	186,0	184,1	174,0	188,8	195,2
+ Accounts Receivable, Net	164,4	158,7	186,0	184,1	174,0	188,8	195,2
+ Notes Receivable, Net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Inventories	1.601,2	1.427,9	1.625,3	2.073,2	2.234,3	2.326,6	2.362,1
+ Raw Materials	416,8	451,0	534,9	784,0	790,7	874,8	866,9
+ Work In Process	69,1	72,4	102,3	143,5	152,4	117,9	108,4
+ Finished Goods	1.115,3	904,5	988,1	1.145,7	1.291,2	1.333,9	1.386,8
+ Other Inventory	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other ST Assets	122,6	73,4	132,4	190,2	238,4	346,0	322,7
+ Derivative & Hedging Assets	0,0	3,0	1,4	3,1	20,0	6,8	22,5
+ Deferred Tax Assets	13,6	6,7	41,8	83,1	79,5	101,0	102,6
+ Misc ST Assets	109,0	63,8	89,2	104,0	138,9	238,2	197,5
Total Current Assets	2.048,7	2.445,7	2.684,5	2.889,7	3.151,6	3.228,4	3.611,4
+ Property, Plant & Equip, Net	741,0	685,1	665,6	767,2	818,8	855,1	899,5
+ Property, Plant & Equip	1.474,6	1.513,9	1.617,6	1.758,3	1.922,0	2.098,6	2.267,2
- Accumulated Depreciation	733,5	828,8	952,1	991,1	1.103,2	1.243,5	1.367,7
+ LT Investments & Receivables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other LT Assets	312,5	357,6	385,5	502,1	660,4	668,9	669,7
+ Total Intangible Assets	24,6	24,7	23,6	15,0	39,8	39,7	38,8
+ <i>Goodwill</i>	15,0	15,1	15,1	15,0	39,8	39,7	38,8
+ <i>Other Intangible Assets</i>	9,6	9,6	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Deferred Tax Assets	166,5	183,8	202,9	271,2	306,4	278,4	323,4
+ Derivative & Hedging Assets	0,0	2,0	6,2	0,4	0,0	0,0	0,0
+ Misc LT Assets	121,4	147,1	152,8	215,6	314,3	350,7	307,4
Total Noncurrent Assets	1.053,5	1.042,7	1.051,1	1.269,3	1.479,3	1.524,0	1.569,2
Total Assets	3.102,3	3.488,4	3.735,7	4.159,0	4.630,9	4.752,4	5.180,6

Liabilities & Shareholders' Equity							
+ Payables & Accruals	223,6	231,9	258,6	383,0	325,2	372,2	352,6
+ Accounts Payable	80,4	80,2	91,3	113,1	122,1	116,6	118,0
+ Accrued Taxes	0,0	0,0	0,0	61,0	30,5	32,0	39,9
+ Interest & Dividends Payable	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other Payables & Accruals	143,1	151,8	167,3	208,9	172,6	223,6	194,8
+ ST Debt	283,4	234,5	99,7	173,8	194,0	252,4	234,0
+ ST Borrowings	243,0	27,6	38,9	113,0	194,0	252,4	234,0
+ ST Capital Leases	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Current Portion of LT Debt	40,4	206,8	60,9	60,8	—	—	—
+ Other ST Liabilities	95,0	133,9	121,6	69,9	67,4	72,2	71,4
+ Deferred Revenue	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Derivatives & Hedging	0,0	1,1	2,3	6,9	0,7	1,9	5,3
+ Misc ST Liabilities	95,0	132,8	119,3	62,9	66,6	70,3	66,1
Total Current Liabilities	601,9	600,3	479,9	626,7	586,6	696,7	658,0
+ LT Debt	425,4	519,6	588,5	538,4	765,2	751,2	882,5
+ LT Borrowings	425,4	519,6	588,5	538,4	765,2	751,2	882,5
+ LT Capital Leases	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other LT Liabilities	486,6	485,3	489,8	645,1	667,7	570,5	789,4
+ Accrued Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Pension Liabilities	200,6	219,3	217,4	338,6	361,2	268,1	524,2
+ Deferred Revenue	133,6	128,6	125,0	119,7	96,7	81,9	64,5
+ Derivatives & Hedging	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Misc LT Liabilities	152,3	137,3	147,4	186,8	209,7	220,5	200,7
Total Noncurrent Liabilities	912,0	1.004,8	1.078,3	1.183,4	1.432,9	1.321,6	1.671,9
Total Liabilities	1.513,9	1.605,1	1.558,2	1.810,1	2.019,5	2.018,4	2.329,9
+ Preferred Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Share Capital & APIC	688,5	765,4	865,2	971,5	1.021,3	1.096,6	1.174,9
+ Common Stock	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
+ Additional Paid in Capital	687,3	764,1	864,0	970,2	1.020,0	1.095,3	1.173,6
- Treasury Stock	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Retained Earnings	971,3	1.151,1	1.324,8	1.462,6	1.671,3	1.682,4	1.950,6
+ Other Equity	-71,4	-33,3	-12,6	-85,1	-93,9	-58,5	-290,5
Equity Before Minority Interest	1.588,4	1.883,2	2.177,5	2.348,9	2.598,7	2.720,4	2.835,1
+ Minority/Non Controlling Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	12,6	13,5	15,6
Total Equity	1.588,4	1.883,2	2.177,5	2.348,9	2.611,3	2.734,0	2.850,7
Total Liabilities & Equity	3.102,3	3.488,4	3.735,7	4.159,0	4.630,9	4.752,4	5.180,6
Reference Items							
Accounting Standard	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
Shares Outstanding	123,8	126,3	127,0	126,7	126,9	128,3	129,3
Number of Treasury Shares	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pension Obligations	200,6	219,3	217,4	338,6	361,2	268,1	524,2
Future Minimum Operating Lease Obligations	987,8	1.018,2	1.273,1	1.425,5	1.531,2	1.407,1	1.461,7
Capital Leases - Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Options Granted During Period	0,7	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	0,5
Options Outstanding at Period End	7,9	6,2	4,5	3,0	3,0	2,3	1,7
Net Debt	548,4	-31,7	-52,6	270,0	454,4	636,5	385,1
Net Debt to Equity	34,52	-1,68	-2,42	11,49	17,40	23,28	13,51
Tangible Common Equity Ratio	50,81	53,66	58,02	56,32	55,74	56,88	54,38
Current Ratio	3,40	4,07	5,59	4,61	5,37	4,63	5,49
Cash Conversion Cycle	456,46	461,32	440,13	451,77	476,57	484,32	491,60
Number of Employees	9.000,00	8.400,00	9.200,00	9.800,00	9.900,00	10.600,00	12.000,00

Source: Bloomberg

Bilag 10: Analytisk resultatopgørelse Signet Jewelers Ltd.

In Millions of USD except Per Share 12 Months Ending	FY 2009 01/31/2009	FY 2010 01/30/2010	FY 2011 01/29/2011	FY 2012 01/28/2012	FY 2013 02/02/2013	FY 2014 02/01/2014	FY 2015 01/31/2015
Revenue	3.344,3	3.273,6	3.437,4	3.749,2	3.983,4	4.209,2	5.769,9
+ Sales & Services Revenue	3.344,3	3.273,6	3.437,4	3.749,2	3.983,4	4.209,2	5.769,9
- Cost of Revenue	2.264,2	2.208,0	2.194,5	2.311,6	2.446,0	2.628,7	3.638,4
+ Cost of Goods & Services	2.264,2	2.208,0	2.194,5	2.311,6	2.446,0	2.628,7	3.638,4
Gross Profit	1.080,1	1.065,6	1.242,9	1.437,6	1.537,4	1.580,5	2.131,5
+ Other Operating Income	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Operating Expenses	843,1	803,2	867,5	928,8	975,2	1.001,1	1.448,4
+ Selling, General & Admin	969,2	916,5	980,4	1.056,7	1.139,2	1.188,5	1.641,7
+ Research & Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other Operating Expense	-126,1	-113,3	-112,9	-127,9	-164,0	-187,4	-193,3
Operating Income (Loss)	237,0	262,4	375,4	508,8	562,2	579,4	683,1
- Non-Operating (Income) Loss	29,2	34,0	72,1	5,3	3,6	4,0	36,0
+ Interest Expense, Net	29,2	34,0	72,1	5,3	3,6	4,0	36,0
+ <i>Interest Expense</i>	32,8	34,8	—	—	—	—	—
- <i>Interest Income</i>	3,6	0,8	—	—	—	—	—
+ Foreign Exch (Gain) Loss	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ (Income) Loss from Affiliates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
+ Other Non-Op (Income) Loss	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pretax Income (Loss), Adjusted	207,8	228,4	303,3	503,5	558,6	575,4	647,1
- Abnormal Losses (Gains)	534,3	-2,1	2,9	1,4	1,7	8,9	106,5
+ Merger/Acquisition Expense	—	—	—	—	3,0	—	90,0
+ Disposal of Assets	-0,7	—	—	—	—	—	—
+ Asset Write-Down	7,6	2,9	2,9	1,4	2,6	0,7	0,8
+ Impairment of Goodwill	516,9	—	—	—	—	—	—
+ Legal Settlement	—	—	—	—	-3,9	—	—
+ Restructuring	—	—	—	—	—	—	15,7
+ Other Abnormal Items	10,5	-5,0	—	—	—	8,2	—
Pretax Income (Loss), GAAP	-326,5	230,5	300,4	502,1	556,9	566,5	540,6

- Income Tax Expense (Benefit)	67,2	73,4	100,0	177,7	197,0	198,5	159,3
+ Current Income Tax	42,5	62,2	74,9	148,4	192,7	218,9	207,3
+ Deferred Income Tax	24,7	11,2	25,1	29,3	4,3	-20,4	-48,0
+ Tax Allowance/Credit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Income (Loss) from Cont Ops	-393,7	157,1	200,4	324,4	359,9	368,0	381,3
- Net Extraordinary Losses (Gains)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Discontinued Operations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ XO & Accounting Changes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Income (Loss) Incl. MI	-393,7	157,1	200,4	324,4	359,9	368,0	381,3
- Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income, GAAP	-393,7	157,1	200,4	324,4	359,9	368,0	381,3
- Preferred Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Other Adjustments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income Avail to Common, GAAP	-393,7	157,1	200,4	324,4	359,9	368,0	381,3
Net Income Avail to Common, Adj	-46,4	155,7	202,3	325,3	361,0	373,8	451,6
Net Abnormal Losses (Gains)	347,3	-1,4	1,9	0,9	1,1	5,8	70,3
Net Extraordinary Losses (Gains)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Basic Weighted Avg Shares	85,2	85,3	85,7	86,2	82,3	80,2	79,9
Basic EPS, GAAP	-4,62	1,84	2,34	3,76	4,37	4,59	4,77
Basic EPS from Cont Ops	-4,62	1,84	2,34	3,76	4,37	4,59	4,77
Basic EPS from Cont Ops, Adjusted	-0,54	1,83	2,36	3,77	4,39	4,66	5,65
Diluted Weighted Avg Shares	85,2	85,7	86,4	87,0	82,8	80,7	80,2
Diluted EPS, GAAP	-4,62	1,83	2,32	3,73	4,35	4,56	4,75
Diluted EPS from Cont Ops	-4,62	1,83	2,32	3,73	4,35	4,56	4,75
Diluted EPS from Cont Ops, Adjusted	-0,54	1,81	2,34	3,74	4,36	4,63	5,63
Reference Items							
Accounting Standard	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
EBITDA	351,5	371,3	473,2	601,2	661,6	689,6	832,8
EBITDA Margin (T12M)	10,51	11,34	13,77	16,04	16,61	16,38	14,43
EBITA	243,4	270,3	375,4	508,8	562,2	579,4	692,7
EBIT	237,0	262,4	375,4	508,8	562,2	579,4	683,1
Gross Margin	32,30	32,55	36,16	38,34	38,60	37,55	36,94
Operating Margin	7,09	8,02	10,92	13,57	14,11	13,77	11,84
Profit Margin	-1,39	4,76	5,88	8,68	9,06	8,88	7,83
Sales per Employee	—	200.588,24	211.806,03	226.469,34	222.822,62	231.541,89	199.312,58
Dividends per Share	1,45	0,00	0,00	0,20	0,48	0,60	0,72
Total Cash Common Dividends	123,8	0,0	0,0	17,2	39,5	48,2	57,7
Depreciation Expense	108,1	101,0	97,8	92,4	99,4	110,2	140,1
Rental Expense	313,7	313,1	313,6	316,4	320,9	333,9	476,1

Source: Bloomberg

Bilag 11: Analytisk balance Signet Jewelers Ltd.
Signet Jewelers Ltd (SIG US) - Standardized

In Millions of USD except Per Share 12 Months Ending	FY 2009 01/31/2009	FY 2010 01/30/2010	FY 2011 01/29/2011	FY 2012 01/28/2012	FY 2013 02/02/2013	FY 2014 02/01/2014	FY 2015 01/31/2015
Total Assets							
+ Cash, Cash Equivalents & STI	96,8	316,2	302,1	486,8	301,0	247,6	193,6
+ Cash & Cash Equivalents	96,8	316,2	302,1	486,8	301,0	247,6	193,6
+ ST Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Accounts & Notes Receiv	825,2	858,0	935,9	1.088,2	1.205,3	1.374,0	1.567,6
+ Accounts Receivable, Net	825,2	858,0	935,9	1.088,2	1.205,3	1.374,0	1.567,6
+ Notes Receivable, Net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Inventories	1.364,4	1.173,1	1.184,2	1.304,1	1.397,0	1.488,0	2.439,0
+ Raw Materials	25,5	9,5	—	—	41,2	41,8	75,2
+ Work In Process	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,0
+ Finished Goods	1.338,9	1.163,6	—	—	1.355,8	1.446,2	2.363,8
+ Other Inventory	0,0	0,0	—	—	0,0	0,0	0,0
+ Other ST Assets	126,8	105,9	120,1	137,2	132,8	148,0	202,6
+ Derivative & Hedging Assets	0,0	0,0	0,0	17,2	1,0	1,0	7,3
+ Deferred Tax Assets	—	2,2	2,7	0,9	1,6	3,0	—
+ Taxes Receivable	—	—	—	—	3,5	6,5	1,8
+ Misc ST Assets	126,8	103,7	117,4	119,1	126,7	137,5	193,5
Total Current Assets	2.413,2	2.453,2	2.542,3	3.016,3	3.036,1	3.257,6	4.402,8
+ Property, Plant & Equip, Net	452,1	396,9	351,5	383,4	430,4	487,6	665,9
+ Property, Plant & Equip	1.024,7	962,9	965,9	1.064,4	1.154,5	1.275,7	1.518,0
- Accumulated Depreciation	572,6	566,0	614,4	681,0	724,1	788,1	852,1
+ LT Investments & Receivables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other LT Assets	88,6	194,8	196,0	211,7	252,5	284,0	1.145,6
+ Total Intangible Assets	23,9	24,2	27,5	0,0	24,6	26,8	966,3
+ <i>Goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>24,6</i>	<i>26,8</i>	<i>519,2</i>
+ <i>Other Intangible Assets</i>	<i>23,9</i>	<i>24,2</i>	<i>27,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>447,1</i>
+ Deferred Tax Assets	54,8	112,3	86,0	108,5	104,1	113,7	2,3
+ Derivative & Hedging Assets	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	—
+ Prepaid Pension Costs	—	—	22,8	31,5	48,5	56,3	37,0
+ Misc LT Assets	9,9	58,3	59,7	71,6	75,3	87,2	140,0
Total Noncurrent Assets	540,7	591,7	547,5	595,1	682,9	771,6	1.811,5
Total Assets	2.953,9	3.044,9	3.089,8	3.611,4	3.719,0	4.029,2	6.214,3

Liabilities & Shareholders' Equity							
+ Payables & Accruals	372,8	382,4	456,9	567,7	578,0	592,4	847,0
+ Accounts Payable	42,2	66,2	125,9	182,6	155,9	162,9	277,7
+ Accrued Taxes	55,8	44,1	38,6	77,9	100,3	103,9	86,9
+ Interest & Dividends Payable	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Other Payables & Accruals	274,8	272,1	292,4	307,2	321,8	325,6	482,4
+ ST Debt	187,5	44,1	31,0	0,0	0,0	19,3	97,5
+ ST Borrowings	187,5	44,1	31,0	0,0	0,0	19,3	0,0
+ ST Capital Leases	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9
+ Current Portion of LT Debt	—	—	—	—	—	—	96,6
+ Other ST Liabilities	177,0	212,4	223,1	290,3	293,9	289,0	248,0
+ Deferred Revenue	120,1	137,7	146,0	154,1	159,7	173,0	248,0
+ Derivatives & Hedging	0,0	0,0	0,0	1,2	4,6	2,9	0,0
+ Deferred Tax Liabilities	56,9	74,7	77,1	135,0	129,6	113,1	—
+ Misc ST Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Current Liabilities	737,3	638,9	711,0	858,0	871,9	900,7	1.192,5
+ LT Debt	380,0	280,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.363,8
+ LT Borrowings	380,0	280,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.363,5
+ LT Capital Leases	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
+ Other LT Liabilities	226,9	422,4	439,8	474,3	517,2	565,4	847,6
+ Accrued Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Pension Liabilities	12,9	4,8	—	0,0	—	—	—
+ Pensions	—	—	0,0	0,0	—	—	—
+ Other Post-Ret Benefits	—	—	0,0	0,0	—	—	—
+ Deferred Revenue	142,5	338,0	353,2	374,0	405,9	443,7	563,9
+ Deferred Tax Liabilities	—	—	—	—	—	—	53,5
+ Derivatives & Hedging	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
+ Misc LT Liabilities	71,5	79,6	86,6	100,3	111,3	121,7	230,2
Total Noncurrent Liabilities	606,9	702,4	439,8	474,3	517,2	565,4	2.211,4
Total Liabilities	1.344,2	1.341,3	1.150,8	1.332,3	1.389,1	1.466,1	3.403,9
+ Preferred Equity	—	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Share Capital & APIC	179,8	185,3	212,3	246,5	262,0	274,5	280,9
+ Common Stock	15,3	15,4	15,5	15,6	15,7	15,7	15,7
+ Additional Paid in Capital	164,5	169,9	196,8	230,9	246,3	258,8	265,2
- Treasury Stock	10,7	1,1	0,0	12,7	260,0	346,2	370,0
+ Retained Earnings	1.400,9	1.462,4	1.662,3	1.969,3	2.268,4	2.578,1	3.135,7
+ Other Equity	39,7	57,0	64,4	76,0	59,5	56,7	-236,2
Equity Before Minority Interest	1.609,7	1.703,6	1.939,0	2.279,1	2.329,9	2.563,1	2.810,4
+ Minority/Non Controlling Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Equity	1.609,7	1.703,6	1.939,0	2.279,1	2.329,9	2.563,1	2.810,4
Total Liabilities & Equity	2.953,9	3.044,9	3.089,8	3.611,4	3.719,0	4.029,2	6.214,3
Reference Items							
Accounting Standard	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
Shares Outstanding	85,3	85,5	86,2	86,9	81,4	80,2	80,3
Number of Treasury Shares	0,1	0,0	0,0	0,3	5,8	7,0	6,9
Pension Obligations	12,9	4,8	—	—	0,0	0,0	0,0
Future Minimum Operating Lease Obligations	2.378,7	2.312,0	2.103,9	1.996,4	2.054,2	2.163,5	2.736,0
Capital Leases - Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
Options Granted During Period	0,3	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,1
Options Outstanding at Period End	0,5	3,8	3,2	2,7	1,8	1,4	0,3
Net Debt	470,7	7,9	-271,1	-486,8	-301,0	-228,3	1.267,7
Net Debt to Equity	29,24	0,46	-13,98	-21,36	-12,92	-8,91	45,11
Tangible Common Equity Ratio	54,12	55,60	62,42	63,11	62,40	63,37	35,14
Current Ratio	3,27	3,84	3,58	3,52	3,48	3,62	3,69
Cash Conversion Cycle	306,58	292,96	274,63	271,08	286,92	289,94	271,11
Number of Employees	—	16.320,00	16.229,00	16.555,00	17.877,00	18.179,00	28.949,00

Source: Bloomberg

Bilag 12: Afskrivninger

Af- og nedskrivninger indregnet i resultatopgørelsen s. 94 årsrapport 2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	7	10	18	21	41	49	11
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	116	239	163	102	83	92	141
Administrationsomkostninger	25	16	40	57	76	81	47
I alt	148	265	221	180	200	222	400

Bilag 13: Rentabilitets nøgletal for Pandora (beregning)

mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat efter skat (NOPAT)	2.007	1.770	1.199	2.171	3.258	3.996
Investeret kapital	5.417	5.620	5.902	5.973	6.179	8.071
Gns. investeret kapital	4.609	5.519	5.761	5.938	6.076	7.125
ROIC	43,6%	32,1%	20,8%	36,6%	53,6%	56,1%
mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat efter skat (NOPAT)	2.007	1.770	1.199	2.171	3.258	3.996
Omsætning	6.666	6.658	6.652	9.010	11.942	16.737
Overskudgrad	30,1%	26,6%	18,0%	24,1%	27,3%	23,9%
mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	6.666	6.658	6.652	9.010	11.942	16.737
Investeret kapital	5.417	5.620	5.902	5.973	6.179	8.071
Gns. investeret kapital	4.609	5.519	5.761	5.938	6.076	7.125
Omsætningshastighed	1,45	1,21	1,15	1,52	1,97	2,35
mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Årets resultat	1.871	1.598	1.202	2.220	3.098	3.674
Egenkapital	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Gns. egenkapital	2.982	4.863	5.725	6.250	6.747	6.586
Egenkapitalforrentning	62,7%	32,9%	21,0%	35,5%	45,9%	55,8%
mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettorentebærende gæld	1.102	209	-136	-489	-853	1.932
Gns. nettorentebærende gæld	1.627	656	37	-313	-671	540
Egenkapital	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Gns. egenkapital	2.982	4.863	5.725	6.250	6.747	6.586
FGEAR	0,55	0,13	0,01	-0,05	-0,10	0,08
mDKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettofinansielleomkostninger, efter skat	-136	-172	3	49	-160	-322
Skatteskjold	28	28	-1	-12	40	147
Nettorentebærende gæld	1.102	209	-136	-489	-853	1.932
Gns. nettorentebærende gæld	1.627	656	37	-313	-671	540
Nettolånerente efter skat	8,4%	26,2%	-8,9%	15,8%	-23,8%	59,8%

Bilag 14: Rentabilitetsnøgletal for Tiffanys & Co.

Tiffany & Co (TIF US) - Profitability

In Millions of USD except Per Share 12 Months Ending	FY 2009 01/31/2009	FY 2010 01/31/2010	FY 2011 01/31/2011	FY 2012 01/31/2012	FY 2013 01/31/2013	FY 2014 01/31/2014	FY 2015 01/31/2015
Returns							
Return on Common Equity	13,32	15,26	18,14	19,41	16,82	6,82	17,43
Return on Assets	7,21	8,04	10,20	11,13	9,47	3,87	9,75
Return on Capital	—	—	—	—	—	—	—
Return on Invested Capital	13,29	12,49	14,85	16,06	14,06	6,53	15,45
Margins							
Gross Margin	57,79	56,47	59,06	59,05	57,01	58,06	59,70
EBITDA Margin	18,62	21,40	24,07	23,45	22,69	12,03	25,54
Operating Margin	13,85	16,26	19,28	19,45	18,38	7,55	20,98
Incremental Operating Margin	-180,92	—	41,08	20,38	—	—	268,35
Pretax Margin	12,84	14,39	17,74	18,25	16,96	6,32	17,35
Income before XO Margin	8,15	9,80	11,94	12,06	10,97	4,50	11,39
Net Income Margin	7,72	9,77	11,94	12,06	10,97	4,50	11,39
Net Income to Common Margin	7,72	9,77	11,94	12,06	10,97	4,50	11,39
Additional							
Effective Tax Rate	36,53	31,87	32,70	33,95	35,34	28,84	34,35
Dvd Payout Ratio	36,43	31,84	32,68	32,52	38,07	94,45	40,57
Sustainable Growth Rate	8,47	10,40	12,22	13,09	10,42	0,38	10,36

Source: Bloomberg

Bilag 15: Rentabilitetsnøgletal for Signet Jewelers Ltd

Signet Jewelers Ltd (SIG US) - Profitability

In Millions of USD except Per Share 12 Months Ending	FY 2009 01/31/2009	FY 2010 01/30/2010	FY 2011 01/29/2011	FY 2012 01/28/2012	FY 2013 02/02/2013	FY 2014 02/01/2014	FY 2015 01/31/2015
Returns							
Return on Common Equity	-20,03	9,48	11,00	15,38	15,62	15,04	14,19
Return on Assets	-12,02	5,24	6,53	9,68	9,82	9,50	7,44
Return on Capital	-15,15	8,60	—	—	—	—	—
Return on Invested Capital	-14,17	8,11	11,56	13,87	13,87	13,15	10,93
Margins							
Gross Margin	32,30	32,55	36,16	38,34	38,60	37,55	36,16
EBITDA Margin	-5,47	11,41	13,68	16,00	16,57	16,17	12,66
Operating Margin	-8,89	8,08	10,84	13,53	14,07	13,55	10,05
Incremental Operating Margin	-204,36	—	65,93	43,26	22,67	4,43	0,40
Pretax Margin	-9,76	7,04	8,74	13,39	13,98	13,46	9,42
Income before XO Margin	-11,77	4,80	5,83	8,65	9,04	8,74	6,65
Net Income Margin	-11,77	4,80	5,83	8,65	9,04	8,74	6,65
Net Income to Common Margin	-11,77	4,80	5,83	8,65	9,04	8,74	6,65
Additional							
Effective Tax Rate	—	31,84	33,29	35,39	35,37	35,04	29,47
Dvd Payout Ratio	—	0,00	0,00	5,31	10,98	13,10	15,13
Sustainable Growth Rate	—	9,48	11,00	14,56	13,90	13,07	12,04

Source: Bloomberg

Bilag 16: Den estimerede salgsvækst i terminalperioden

International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2016	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Advanced economies	1,326	1,892	0,195	3,159	4,883	3,877	3,257	3,738	4,857	4,033	3,151	1,566
Emerging market and developing economies	3,447	1,901	1,541	1,887	4,276	3,683	4,356	4,099	4,548	3,515	3,911	4,435

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Advanced economies	2,249	1,443	3,386	2,825	3,007	3,526	2,706	3,621	4,069	1,556	1,752	2,057
Emerging market and developing economies	2,35	3,016	3,105	4,046	5,101	4,859	2,297	3,659	5,828	3,701	4,395	6,988

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Advanced economies	3,235	2,76	3,061	2,756	0,161	-3,408	3,079	1,733	1,203	1,157	1,831	1,879
Emerging market and developing economies	7,906	7,193	8,074	8,569	5,756	2,969	7,424	6,294	5,27	4,914	4,598	3,983

Gennemsnit over perioden		Vægt	Vægt x Gn
Advanced economies	2,43%	75%	1,82%
Emerging market and developing economies	4,55%	25%	1,14%
		g =	3,0%

Bilag 17: Samlede budgetforudsætninger for proforma regnskaber

Budgetforudsætninger	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsætningsvækst Nord- og Sydamerika	10,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%
Omsætningsvækst Europa	26,0%	14,0%	10,0%	6,0%	5,0%	3,0%
Omsætningsvækst Asien og Stillehavsområdet	40,0%	28,0%	24,0%	16,0%	10,0%	3,0%
EBITDA-margin	36,1%	35,1%	34,1%	33,1%	32,1%	32,1%
Lånerente	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%
Effektiv skattesats	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	22,0%	22,0%
Af- og nedskrivninger i pct. af imm. og mat.anl.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Imm. og mat.anl. i pct. af omsætning	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
Varebeholdninger i pct. af omsætning	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tilgodehavender i pct. af omsætning	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Driftsgæld i pct. af omsætning	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Nettoarbejdskapitalen i pct. af omsætningen						
Nettorentebærende gæld i pct. af investeret kapital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bilag 18: Proforma regnskaber

Proforma regnskab - resultatopgørelse	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsætning, Nord- og Sydamerika	7.190,70	7.622,14	8.003,25	8.323,38	8.573,08	8.830,27
Omsætning, Europa	9.510,48	10.841,95	11.926,14	12.641,71	13.273,80	13.672,01
Omsætning, Asien og Stillehavsområdet	3.712,80	4.752,38	5.892,96	6.835,83	7.519,41	7.744,99
Omsætning, koncern	20.413,98	23.216,47	25.822,35	27.800,92	29.366,29	30.247,28
Driftsomkostninger	-13.038,96	-15.061,15	-17.009,87	-18.591,22	-19.931,69	-20.529,64
EBITDA	7.375,02	8.155,33	8.812,48	9.209,70	9.434,60	9.717,64
Af- og nedskrivninger	-387,87	-441,11	-490,62	-528,22	-557,96	-574,70
EBIT	6.987,16	7.714,21	8.321,85	8.681,48	8.876,64	9.142,94
Skat på EBIT	-1.467,30	-1.619,98	-1.747,59	-1.823,11	-1.952,86	-2.011,45
NOPAT	5.519,86	6.094,23	6.574,26	6.858,37	6.923,78	7.131,49
Nettofinansielle omkostninger	-	-	-	-	-	-
Skatteskjold	-	-	-	-	-	-
Årets resultat	5.519,86	6.094,23	6.574,26	6.858,37	6.923,78	7.131,49

	Terminal					
Proforma regnskab - balance	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Imm. og mat. Anlægsaktiver	7.757	8.822	9.812	10.564	11.159	11.494
Varebeholdninger (inkl. driftslikviditet)	3.062	3.482	3.873	4.170	4.405	4.537
Tilgodehavender	2.858	3.250	3.615	3.892	4.111	4.235
Driftsaktiver	13.677	15.555	17.301	18.627	19.675	20.266
Driftsgæld	-5.512	-6.268	-6.972	-7.506	-7.929	-8.167
Investeret kapital fra aktivsiden	8.166	9.287	10.329	11.120	11.747	12.099
Egenkapital, primo	6.139	8.166	9.287	10.329	11.120	11.747
Årets resultat	5.520	6.094	6.574	6.858	6.924	7.131
Udbetalte dividender	-3.493	-4.973	-5.532	-6.067	-6.298	-6.779
Egenkapital, ultimo	11.659	14.260	15.861	17.187	18.044	18.878
Nettorentebærende gæld	0	0	0	0	0	0
Investeret kapital fra passiv siden	8.166	9.287	10.329	11.120	11.747	12.099

Bilag 19: Kvalitet af budgetter

Proformaregnskab - Afkastningsgrad

mDKK	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
NOPAT	3.996	5.520	6.094	6.574	6.858	6.924
Investeret kapital	8.071	8.166	9.287	10.329	11.120	11.747
Gns. Investeret kapital	7.125	8.118	8.726	9.808	10.725	11.433
ROIC	56,1%	68,0%	69,8%	67,0%	63,9%	60,6%

Proformaregnskab - Overskudsgrad

mDKK	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
NOPAT	3.996	5.520	6.094	6.574	6.858	6.924
Omsætning, koncern	16.737	20.414	23.216	25.822	27.801	29.366
Overskudsgrad	23,9%	27,0%	26,2%	25,5%	24,7%	23,6%

Proformaregnskab - Omsætningshastighed

	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Omsætning, koncern	16.737	20.414	23.216	25.822	27.801	29.366
Investeret kapital	8.071	8.275	9.791	11.134	12.218	12.977
Gns. Investeret kapital	7.125	8.118	8.726	9.808	10.725	11.433
Omsætningshastighed	2,3	2,5	2,7	2,6	2,6	2,6

Proformaregnskab - Egenkapitalsforrentning

mDKK	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Årets resultat	3.674	5.520	6.094	6.574	6.858	6.924
Egenkapital	6.139	8.166	9.287	10.329	11.120	11.747
Gns. Egenkapital	7.032	7.152	8.726	9.808	10.725	11.433
Egenkapitalsforrentning	52,2%	77,2%	69,8%	67,0%	63,9%	60,6%

Bilag 20: Den risikofrie rente

2006M01	2006M02	2006M03	2006M04	2006M05	2006M06	2006M07	2006M08	2006M09	2006M10	2006M11	2006M12
3,45	3,54	3,84	4,07	3,97	4,13	3,98	3,8	3,67	3,71	3,67	3,89
2007M01	2007M02	2007M03	2007M04	2007M05	2007M06	2007M07	2007M08	2007M09	2007M10	2007M11	2007M12
4,04	3,92	4,03	4,19	4,43	4,58	4,39	4,31	4,38	4,26	4,12	4,38
2008M01	2008M02	2008M03	2008M04	2008M05	2008M06	2008M07	2008M08	2008M09	2008M10	2008M11	2008M12
3,94	3,88	4,05	4,32	4,64	4,79	4,73	4,4	4,28	4,56	3,72	3,25
2009M01	2009M02	2009M03	2009M04	2009M05	2009M06	2009M07	2009M08	2009M09	2009M10	2009M11	2009M12
3,7	3,46	3,4	3,46	3,77	3,62	3,66	3,54	3,53	3,65	3,53	3,62
2010M01	2010M02	2010M03	2010M04	2010M05	2010M06	2010M07	2010M08	2010M09	2010M10	2010M11	2010M12
3,54	3,42	3,37	3,21	2,69	2,68	2,76	2,17	2,37	2,63	2,85	3,02
2011M01	2011M02	2011M03	2011M04	2011M05	2011M06	2011M07	2011M08	2011M09	2011M10	2011M11	2011M12
3,17	3,21	3,39	3,27	3,03	3	2,8	2,35	2,06	2,33	2,04	1,58
2012M01	2012M02	2012M03	2012M04	2012M05	2012M06	2012M07	2012M08	2012M09	2012M10	2012M11	2012M12
1,75	1,78	1,82	1,63	1,08	1,46	1,09	1,11	1,23	1,23	1,05	1,03
2013M01	2013M02	2013M03	2013M04	2013M05	2013M06	2013M07	2013M08	2013M09	2013M10	2013M11	2013M12
1,77	1,58	1,48	1,32	1,56	1,86	1,82	2,05	1,95	1,75	1,74	1,99
2014M01	2014M02	2014M03	2014M04	2014M05	2014M06	2014M07	2014M08	2014M09	2014M10	2014M11	2014M12
1,71	1,63	1,62	1,57	1,39	1,29	1,2	0,91	0,92	0,83	0,64	0,56
2015M01	2015M02	2015M03	2015M04	2015M05	2015M06	2015M07	2015M08	2015M09	2015M10	2015M11	2015M12
0,2	0,12	0,15	0,26	0,41	0,73	0,58	0,66	0,56	0,81	0,71	0,92
2016M01	2016M02	2016M03	2016M04	2016M05	simpelt gennemsnit			2,54%			
0,62	0,44	0,4	0,48	0,42							

Bilag 21: Værdiansættelse DCF

Værdiansættelse ved DCF					Terminal	
mDKK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	3.696	5.085	5.636	6.146	6.360	6.814
WACC	8,04%	8,04%	8,04%	8,04%	8,04%	8,04%
Diskonteringsfaktor	0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,68
PV (FCFF)	3.421	4.357	4.469	4.511	4.321	
Nutidsværdi af FCFF	21.078					
Nutidsværdi af terminalværdien	91.848					
Enterprise Value	112.926					
Markedsværdi af nettorentebærende gæld (t-1)	1.932					
Markedsværdi af egenkapitalen	110.994					
Antal udestående aktier (m)	117					
Aktiekurs (pr. 31/12/2015)	948					
Værdi af fremdiskontering	28					
Aktiekurs (pr. 16/05/2016)	976,5					

Bilag 22: Værdiansættelse EVA

Værdiansættelse ved EVA					Terminal	
mDKK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	5.520	6.094	6.574	6.858	6.924	7.131
Investeret kapital, primo	7.125	8.118	8.726	9.808	10.725	11.433
Afkastningsgrad	77,5%	75,1%	75,3%	69,9%	64,6%	62,4%
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
EVA	5.047	5.542	5.973	6.170	6.162	6.223
Diskonteringsfaktor	0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	
PV (EVA)	4671	4747	4736	4528	4186	
Investeret kapital, primo	6179					
Nutidsværdi af EVA	22.869					
Nutidsværdi af terminalværdien	83.878					
Enterprise Value	112.926					
Markedsværdi af nettorentebærende gæld (t-1)	1.932					
Markedsværdi af egenkapitalen	110.994					
Antal udestående aktier (m)	117					
Aktiekurs (pr. 31/12/2015)	948					
Værdi af fremdiskontering	28					
Aktiekurs (pr. 16/05/2016)	976,5					