

Værdiansættelse af

PANDORA™



Kandidatafhandling

Cand.merc.aud.

Copenhagen Business School

Udarbejdet af:

Jonas Skals Rostrup

Afleveringsdato: 1 december 2016

Vejleder: Christian Aarosin

Antal anslag: 142225 Antal Sider: 79

1 Executive Summary

The purpose of this thesis has been to determine, why the target price of Pandora has a high degree of variation, and if the method and views of the analyst has a significant impact on the price.

To determine this, a valuation has been performed to understand the internal and external processes in Pandora, which influence the valuation. It is also used to show, if it is a generic problem with the valuation model. This has been compared to the valuation reports from the analysts. This provides us with the method they have applied, and what the target price is. In the comparison, the focus has been to determine if they should choose the valuation model or the value drivers. The analyst's view on market development and risk profile will indicate whether the target price should be high or low.

The DCF-model priced Pandora at DKK 1301 per share, where the multiple model priced it at DKK 867. It was compared with a sensitivity analysis, which showed that the price should have been between DKK 740,95 – 1801,67, depending on how positive or negative expectations are to the future development of Pandora. This can explain the variance in the target price.

To further explain the differences among the analysts, I have reviewed and compared the figures from Danske Bank, Jyske Bank, SEB, RBC, Kepler, Morgan Stanley, Sydbank and HSBC. I found, that everybody used the same DCF model, and most of them are using a multiple analysis to confirm the level of P/E that the company will be trading at. This means that it is not possible to conclude, if the model or value drivers has an influence on where the target price ends.

Later in the process the WACC, turnover growth and marginal was compared. I found that the price is not determined by one, but by a mix between them. This means that it is not possible to conclude that one of the factors alone can explain the high or the low price.

This answers my question from just before. The WACC must be the key driver. And when you decompress the WACC you see that it included many underlying factors, which might be very different from inventor to inventor due to its willingness to take risk etc.

The conclusion is, that it is not possible to determine, if the way to value has an influence on the spread in the evaluation. However, the WACC contributes with most of the difference and then the turnover growth and least by the margins.

Indholdsfortegnelse

1 Executive Summary.....	1
2 Indledning	4
3 Problemformulering.....	5
4 Struktur og Metode.....	5
4.1 Struktur	5
4.2 Metode.....	6
5 Virksomhedsprofil.....	9
5.1 Vision, mission og strategi	9
5.2 Værdikæden.....	10
5.3 Produktionsfaciliteter	11
5.4 Salgskanaler	11
5.5 Skift fra ikke branded salg til branded salg.....	13
5.6 Kendskab til produktet.....	14
5.7 Markeder.....	14
5.8 Markedsandele	15
5.9 Geografisk opdeling.	15
5.10 Målgruppe.....	16
6 Strategisk Analyse	16
6.1Analyse af geografiske områder	17
6.2 Kina	17
6.3 USA.....	22
6.4 EUROPA.....	25
6.5 Genneralle faktorer.....	28
6.6 Porters five forces	33
6.7 SWOT Analyse	37
7 Regnskabsanalyse	40
7.1 Regnskabs kvalitet.....	40
7.2 Benchmarking	41
7.3 Reformulering af årsrapport.....	41
7.4 Rentabilitetsanalyse.....	44
7.5 Del konklusion.....	48
8 Værdiansættelsesmodeller	48

8.1 Relative modeller	49
8.2 Absolutte Modeller	50
8.3 Terminalperiodens vækst	52
8.4 Valg af model	52
8.5 Multipel Model	53
8.6 Delkonklusion.....	53
9 Budget	53
9.1 Resultatopgørslen	54
9.2 Arbejdskapital	58
9.3 Anlægskapital.....	60
10 Værdiansættelse	61
10.1 WACC	62
10.2 Værdiestimat.....	67
10.3 Følsomhedsanalyse	67
10.4 Scenarioanalyse	69
10.5 Multipelanalyse.....	71
10.6 Delkonklusion.....	73
11 Sammenligning af analyser	73
11.1 Analytikernes modelvalg.....	74
11.2 Analytikernes vurdering af risiko.	74
11.3 Omsætningen.....	76
11.4 EBITDA.....	77
11.5 Sammenhæng	78
12 Konklusion.....	79
13 Perspektivering	80
14 Litteraturliste	82
15 Bilag.....	86

2 Indledning

Jeg har valgt emnet Værdiansættelse i min afhandling på Cand. Merc. Aud – studiet. Jeg finder emne meget interessant fordi værdiansættelse er et komplekst område, der har større og større betydning for almindelige mennesker og samfundet. Værdiansættelse anvendes inden for forskellige former for serviceydelser og rettigheder, ved transfer pricing samt til at ansætte værdien af en virksomhed med investering for øje. Der har gennem en årrække været en tendens i samfundet til, at flere begynder at placere deres opsparing i aktier og obligationer. Dette ikke mindst tilfældet efter finanskrisen i 2008, hvor renteniveauet har været så lavt, at der stort set ikke kan opnås en rente på indlånskonti¹. Der kan derfor være et behov for at placere opsparingsmidlerne på en anden og mere fordelagtig måde, hvilket dog kræver en større viden end ved den traditionelle opsparingskonto². Hvis den almindelige investor skulle holde sig opdateret på alle selskaber ville dette være en meget tidskrævende og umulig opgave. Derfor bruges ofte de anbefalinger der kommer fra analytikere. Disse analytikere er som oftest ansat i banker eller store finanshuse og leverer normalt et kursmål og en anbefaling om køb/salg/hold af en bestemt virksomhed. De forskellige analytikere laver analyser af de samme virksomheder og meget ofte er der forskellige anbefalinger i markedet.

Jeg har valgt at se nærmere på Pandora, som er en virksomhed, der er i rivende udvikling, opererer på mange markeder, og som samtidig er børsnoteret. Alle forhold som gør det interessant at investere i virksomheden.

Hvis vi ser på Pandoras anbefalinger i maj 2016³ er der en stor variation i det kursmål som analytikerne præsenterer. Nykredit har et af de lave kursmål på DKK 1075,00 og SEB har det højeste på DKK 1500,00. Dette er en variation på DKK 425,00 som udgør forskel ca. 39 % af Nykredits kursmål.

Hvis disse anbefalinger, som fremsættes af flere eksperter, skal kunne bruges til at træffe beslutninger om hvilke virksomheder der skal investeres i, finder jeg det relevant at undersøge, hvordan der kan være så stor en variation på det kursmål og den anbefaling som flere analytikere er kommet frem til.

¹ Børsen (4)

² Børsen (4)

³ Euroinvestor(1)

3 Problemformulering

Med udgangspunkt i ovennævnte indledning er den følgende problemstilling opstillet:

Hvad er årsagen til at professionelle analytikere har en variation i værdiansættelsen af Pandora på 39% af værdien?

For at kunne vurdere hvilke faktorer der er årsag til variation, skal der udarbejdes en værdiansættelse. Værdiansættelsen skal bruges til at forstå, hvilke parametre der driver Pandora. Værdiansættelsen skal sammenlignes med analytikernes analyser med henblik på at afsøge årsagerne til den store variation.

For kunne gøre dette har jeg opsat følgende hypoteser, som skal undersøges:

- Der er forskel på analytikernes valg af model.
- Der er forskel på analytikernes vurdering af markedsudviklingen.
- Der er forskel på analytikernes valg af value drivers.
- Der er forskel på analytikernes vurdering af Pandoras risikoprofil.

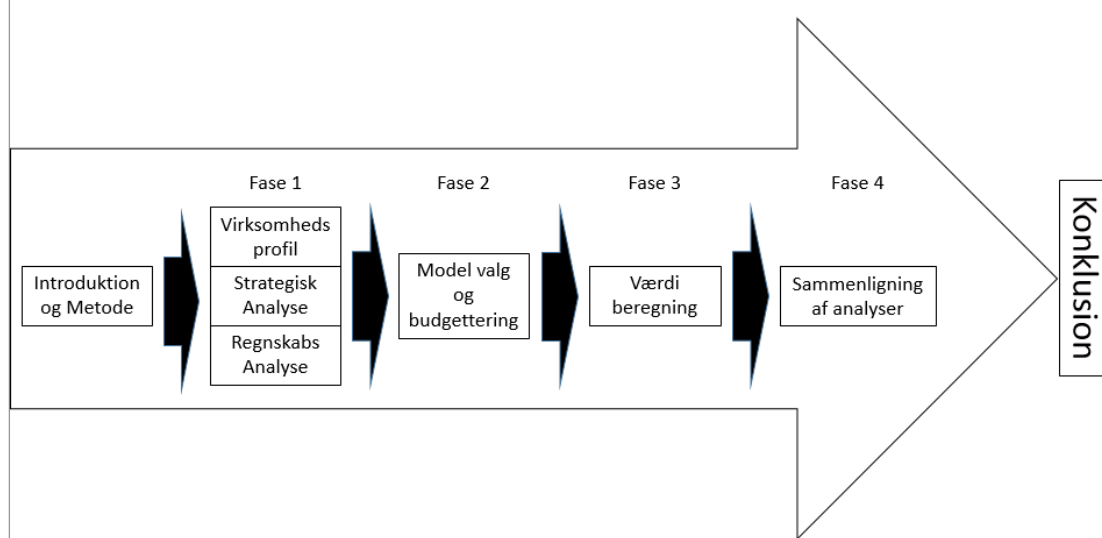
Ved at undersøge disse hypoteser bliver det muligt at konkludere, hvorfor der er den store variation i prisen.

4 Struktur og Metode

4.1 Struktur

Formålet med opgaven er at finde årsagen til variationen i analytikernes prissætning af Pandora, tilgangen til dette er del op i 4 faser. 1) fase: Analysere af de interne / eksterne forhold, samt historisk udvikling. 2) fase: Valg af værdiansættelse metode samt fremtidig udvikling i Pandora. 3) fase: beregning af værdien samt følsomhed over for udsving i den fremtidig udvikling. 4) fase: Sammenligning af analytikers værdiansættelse, med henblik på at finde sammenhæng mellem prisen og deres metode. Dette er illustreret i figur 1.

Figur 1 Opgavens struktur⁴



4.2 Metode

Den metodiske tilgang til afhandlingen baserer sig på teoretiske modeller og forarbejdet empirisk data indsamlet fra offentlige informations kilder og databaser. Disse bliver udarbejdet efter den ovenstående struktur. Herefter vil den enkelte fase blive gennemgået. Dette vil give et overblik over opgavens opbygning.

Fase 1: Virksomhedsprofil beskriver alle de interne faktorer, der kan påvirke de fremtidige udviklingsmuligheder for Pandora. Data er primært indsamlet fra virksomhedens hjemmeside samt årsrapporter. Da dette er et børsnoteret selskab, er ledelsen underlagt et ledelses ansvar, som gør at de rapporterede tal er rigtige. Der er forsøgt at bekræfte disse data fra eksterne kilder.

Den strategiske analyse beskriver de eksterne forhold, som påvirker Pandora. Informationerne er primært hentet fra eksterne undersøgelser af anerkendte analyseselskaber, samt tilgængelige databaser i CBS bibliotek. Derfor anses validiteten for at være høj. Til dette formål er der udvalgt PESTEL⁵ modellen. Denne model beskriver, hvordan Pandora bliver påvirket af udefra kommende faktorer. Den suppleres af Porters Five⁶ forces model, som beskriver hvilken branche der opereres i. Resultaterne opsummeres til sidst af en SWOT analyse⁷. Regnskabsanalysen bygger på Pandoras årsrapporter. Da disse rapporter er revideret, antages validiteten af oplysningerne at være høj. Analysen tager

⁴ Egen tilskrivning

⁵ Henry, Anthony (2008) S. 32

⁶ Henry, Anthony (2008) S. 46

⁷ Henry, Anthony (2008) S. 57

udgangspunkt i Dupont model⁸, denne model bruges til at beskrive hvordan den historiske vækst har udviklet sig.

Fase 2: Valget af værdiansættelsesmetode er vurderet ud fra de oplysninger der er til rådighed, samt hvor forudsigelige forudsætningerne i modellen er. Resultatet vil blive understøttet af en Multiple⁹ analyse der indikerer hvad markedet værdiansætter selskabets nøgletal til. Anden del af fasen består i at udforme det fremtidige budget. Dette budget bliver understøttet af de resultater der er fundet i fase 1.

Fase 3: Denne fase består af selve værdiansættelsen. For at kunne udføre værdiansættelsen skal diskonteringsrenten fastslås og derefter bruges den valgte model. Herefter udføres en multiple analyse og resultatet af de to sammenlignes.

Fase 4: Denne består af en sammenligningsanalyse, der har til formål at identificere de forskelle der gør at denne variation i værdiansættelsen opstår.

Disse fire faser opbygger tilsammen analysen og herefter vil der blive konkluderet på resultatet.

4.3 Dataindsamling

Der er benyttet kvantitative og kvalitative data i afhandlingen. De kvantitative data stammer fra Pandoras årsrapporter, konkurrenters årsrapporter samt databaser fundet gennem CBS biblioteket. Derudover er der brugt data fra Bloomberg og Reuters. De kvalitative data består af rapporter om smykkemarkedet, som er produceret af anerkendte selskaber, data er primært sekundær data. Hvor der er produceret til andre formål. Disse kilder kan findes i litteraturlisten og henvises ved fodnoter.

4.4 Afgrænsninger

I forhold til problemformuleringen og de begrænsninger der er i form af formalia på opgaven, har jeg fundet det nødvendigt tage følgende afgrænsninger:

Da der hele tiden kommer nye oplysninger, har jeg fundet det nødvendigt at have en skæringsdato. Informationer før denne dato vil blive inkluderet, de efterfølgende oplysninger vil blive udeladt. En naturlig skæringsdato er den 9 august 2016 ved aflæggelsen af Q2 rapporten. Denne skæringsdato er ikke overholdt ved udarbejdelsen af multiple analysen. Det vurderes ikke at have indflydelse på opgaven, da der ikke er kommet nye oplysninger eller regnskaber der væsentligt vil påvirke værdiansættelsen.

⁸ Sørensen, Ole (2012) S. 211

⁹ Koller, Tim (2015); S. 351-371

Der vil kun blive brugt data, der er offentligt tilgængeligt. Da selskabet er børsnoteret er det forpligtet til at oplyse markedet om samtlige væsentlige ændringer. Det har desværre ikke været muligt at få et interview med analytikerne, da de ikke ønsker at deltage, hvilke ville have tilført opgaven et mere nuanceret resultat.

På grund af begrænsninger i opgavens omfang er markedsanalyserne blevet begrænset til at omfatte Kina, USA og Europa. Dette gør at det ikke giver et lige så nuanceret billede, men det overordnede billede bliver ikke påvirket.

Da det ikke har været muligt at indsamle oplysninger om Swarovski, er dette udeladt som et sammenlignings parameter. Da det ikke er muligt at skaffe årsrapporter eller lignende finansielle rapporter, både på deres hjemmesides samt CBS databaser og Blomberg. Det vurderes til at give et mindre detaljeret billede af det miljø Pandora befinder sig i.

De selskaber Pandora sammenligner sig med producere ikke helt de samme produkter, Tiffanys og Richemond omsætning består også af andre produkter som ure, luksuskuglepenne og andre luksus produkter. Der ikke taget højde dette i sammenlignings. Da de fleste produkter også befinder sig i luksus segmentet og deres andele, udgøre en mindre procent, vurderes det ikke til at påvirke analysen.

4.5 Kildekritik

De brugte kilder er alle blevet vurderet ud fra to kriterier, kvalitet og validitet. For at bruge kilder med høj kvalitet er der hovedsagelig blive brugt anerkendte databaser og rapporter, dette kan være rapporter fra EU kommissionen, McKinsey & Company, Boston Consulting Group, samt databaser fra CBS bibliotek. Derudover er deres validitet blevet vurderet ud fra de samme kriterier. Ved brug af sekundære data er det vigtigt at se på, hvilke formålet data er indsamlet med. Der er ikke fundet årsager, der kan betvivle validitet af de oplysninger der er brugt i afhandlingen.

4.6 Målgruppe

Afhandlingens interessenter er primært vejleder og censor, samt personer der ønsker at forstå påvirkningen af forskellige forudsætninger for en værdiansættelse, samt hvordan disse påvirker de kursmål som analytikere udarbejder. Derudover forudsætter denne opgave et hvis kendskab til almindelig forståelse for værdiansættelse, da opgaven ikke har til formål at give det fulde teoretiske overblik over metoder til værdiansættelse, men derimod brugen af disse.

5 Virksomhedsprofil

Dette afsnit har til hensigt at give et overblik over Pandora og hvilke interne faktorer, der driver virksomheden. Der vil blive sat fokus på områder, der har betydning for den fremtidige udvikling af virksomheden.

5.1 Vision, mission og strategi

Dette afsnit vil beskrive, hvilken vision selskabet har, hvordan de vil opnå denne samt endeligt hvordan de vil udføre visionen.

Pandoras vision er at blive verdens mest elskede smykkebrand. Måden hvorpå de vil opnå dette, er gennem udførelse af deres mission. Denne mission er at hylde kvinder ved at give dem mulighed for at udtrykke deres personlighed gennem Pandoras univers af moderne smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Dette kan ses i figur 2 neden for.

Figur 2 Mission & Vision¹⁰



For at kunne udføre deres vision har Pandora identificeret, hvad de kalder Pandora brandets DNA. Dette skal være med til at sikre, at Pandora bliver opfattet ens i alle markeder og gøre det til et globalt brand. Dette er ikke ensbetydende med, at de bruger den samme måde at præsentere det på over for kunderne. De har følgende tre nøgleelementer¹¹.

- Affordable Luxury: Høj kvalitets produkter til en pris forbrugerne kan betale.
- Contemporary: Produkterne skal være moderne og stilfulde.
- Personal Expression: Det skal hjælpe kvinder med at udtrykke deres personlighed og stil.

¹⁰ Pandora årsrapport (2015) s. 13

¹¹ Pandora årsrapport (2015) s. 13

De har også udviklet en forretningsstrategi, altså den måde hvorpå Pandora vil opnå deres vision, om at blive verdens mest elsket smykkebrand. Denne strategi har de delt op i 4 punkter, der er beskrevet nedenfor¹².

Komplet smykke sortiment: De vil udbygge deres sortiment til at bliver komplet. De introducerede deres Charms armbånd i 2000 og har udbygget dette med ringe i 2013 og øreringe i 2016.

Shopping oplevelse med fokus på brandet: Tilbyde kunderne en uforglemmelig shopping oplevelse, når der købes Pandora produkter. Da Pandora er primært franchise og koncept butikker, arbejdes der på at give en ens oplevelse på alle salgssteder.

Afbalanceret global virksomhed: Omsætningen skal fordeles ud over alle geografiske områder, således at virksomheden bliver mindre afhængig af det enkelte lande. Dette skal ske ved at udvide forretningen til nye lande og øge salget på eksisterende markeder.

Et brand – udvalgte segmenter: Der skal fortsat markedsføres et brand over hele verden. Der bliver samtidig markedsført mod enkelte identificerede undersegmenter. Kravet for at dette kan lade sig gøre, er at det ikke må skade det globale brand. Et eksempel på dette: En stor del af Pandoras Kunder er mænd der køber produkterne som gave. Derfor har de målrettet opbygningen af hjemmesiden, så der er nemmere for mænd at finde den rigtige gave¹³.

5.2 Værdikæden

De arbejder ud fra en vertikal forretningsmodel¹⁴, denne model går ud på at Pandora ejer alle leddene i værdikæden¹⁵. Denne strategi ses illustreret i figur 3. Pandora har optimeret værdikæden. Design bliver produceret i Danmark og bliver udformet med henblik på produktion i Thailand. Produktionen i Thailand er optimeret til at være effektiv og genanvendelse af spild. Distribution på nye markeder er historisk set startet gennem brug af eksterne partnere. Når den fornødne knowhow er opbygget, opkøber de samarbejdspartneren.

¹² Pandora årsrapport (2015) S. 14

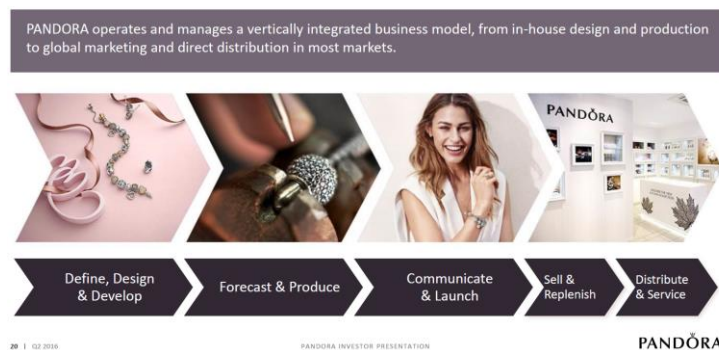
¹³ Pandora årsrapport (2015) S.21 Fokus på mænd

¹⁴ Henry, Anthony (2008). S.64-68

¹⁵ Henry, Anthony (2008). S.64-68

Figur 3 Værdikæde¹⁶

VERTICALLY INTEGRATED BUSINESS MODEL



Dette gør det muligt for Pandora at kontrollere hele kæden, optimere op de enkelte led og samtidig bliver de mindre sårbare over for leverandører, da leverandørerne insources.

5.3 Produktionsfaciliteter

Her vil jeg se på, hvor og hvordan Pandora får produceret deres produkter. Dette for at få et indblik i om kapaciteten er tilstrækkelig og om dette kan give problemer i fremtiden.

Pandora producere alle sine produkter i Thailand og beskæftiger mere end 11000 medarbejder i produktionen og ledelsen. Medarbejderne bliver primært ansat uden de fornødne faglige kompetencer og derefter uddannet af Pandora. På grund af deres stigende salg af produkter, har de været nødt til at udvide produktionskapaciteten, hen over de sidste par år. Fra 2013 til 2015 er deres materiale anlægsaktiver steget med 245 %¹⁷. Dette kunne indikere, at de har investeret i produktionen og at de derfor har tilstrækkelig produktionskapacitet som muliggør en øget produktion. Pandora fortæller at de har investeret i *Scalable production- state of the art crafting facilities*¹⁸, hvilke kunne tyde på at de har inkluderet deres stigende omsætning i deres nuværende planer.

5.4 Salgskanaler

I dette afsnit beskrives hvordan Pandora har valgt at strukturere deres salgskanaler. Dette skal bruges til at forstå virksomheden og hvordan dette påvirker værdien af virksomheden. Pandora har valgt at sælge deres produkter gennem konceptbutikker og shop-in-shop, disse er under kategorien branded. Udover de branded salgssteder, er der også alle de multi - branded salgssteder. Dette kan være alt fra en butik,

¹⁶ Investor præsentation (2) S.20

¹⁷ Bilag 2

¹⁸ Investor presentation (2) S.28

hvor de har en skuffe med Pandoraprodukter, til en større del som ikke udgør deres eget afsnit af butikken. Dertil kommer 3 parts distribution samt e-STORE.

Figur 4 Definition af salgsenheder¹⁹

Kategori	Concept butikker	Shops in Shops	Multi-Branded
Størrelse	40-80 m2.	Over 8 m2. defineret område i butik	Op til 8m2
Sortiment	Fuldt Kollektion	Fuldt Kollektion	Udvalgt Kollektion
personale	Pandora udannet	Pandora udannet	Ikke udannet

Deres konceptbutikker og shop-in-shop kan være ejet af Pandora eller lavet som franchise. Dette har betydning for, hvor meget Pandora som virksomhed kan bestemme og kontrollere. Pandora bruger mange resurser på, at kunderne skal få den samme oplevelse i alle deres butikker. På de multi-branded butikker har Pandora ikke lige så stor indflydelse på kundeoplevelsen, hvilke på sigt kan være med til at skade Branded. I tabel 1 vises fordelingen mellem konceptbutikker og shop-in-shop under branded og Multi-branded salgssteder.

Tabel 1 Netværk²⁰

	Concept stores	-Ejet af Pandora	Shops-in-Shops	-Ejet af Pandora	Branded i alt	Multi-branded	Totalt
Antal	1920	525	1827	118	3747	5172	8919

Pandora har valgt at fokusere på de branded butikker for at opnå deres mission og vision. Derfor har de valgt at lukke 1261 multi-branded butikker og denne udvikling vil fortsætte²¹.

Der bliver også benyttet 3 parts distributionskanaler og disse udgør 7 % af deres omsætningen. Denne del af salget arbejder Pandora på at få omlagt til egne eller franchise butikker. Denne integrering af 3 parts distributionskanaler, støtter deres intention om at forbedre branded, idet det skaber bedre kontrol over kundernes oplevelse²².

Den sidste måde Pandora sælger deres produkter er igennem e-STORE, denne form er tilgængelig i 65 lande²³. e-STORE udgør stadig kun 4 % af Pandoras indtægter i 2. kvartal 2016, men er steget fra 2,5% i 2. kvartal 2015²⁴. Dette er et af Pandoras fokusområder, da de ser et stort potentiale i øget vækst.

¹⁹ Investor presentation (2) S.34

²⁰ Investor presentation (2) S.8

²¹ Pandora årsrapport (2015) s. 24 Opbygning af et branded butik netværk i Tyskland

²² Pandora årsrapport (2015) S. 24 strategi om at øge antallet af brandede butikker.

²³ Investor presentation (2) S. 18

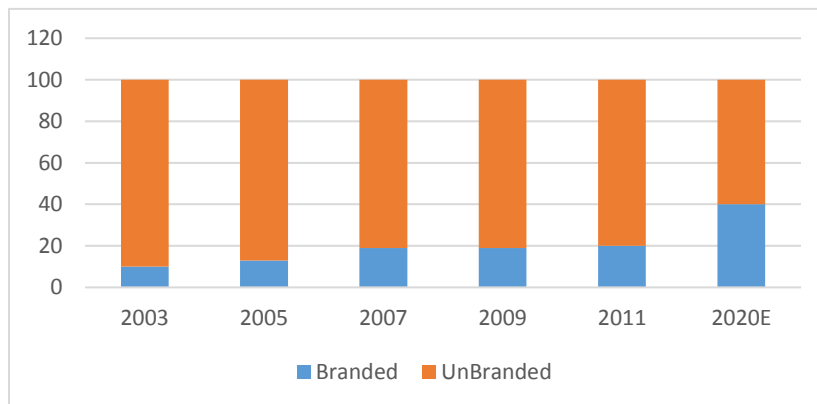
²⁴ Investor presentation (2) S. 6

5.5 Skift fra ikke branded salg til branded salg

Som tidligere beskrevet fokusere Pandora på det branded salg, hvor årsagen, til dette kan findes i en undersøgelse lavet af McKinsey vinter 2013-14. Undersøgelsen viser, at det branded salg vil stige, da forbrugerne vil efterspørge kendte mærker i stedet for produkter som ikke er branded²⁵.

Undersøgelsen foretaget af McKinsey bygger på historiske data samt en række interviews af virksomheder. Deltagerne i disse interviews forventede alle, at andelen af branded salg vil stige. Dette er illustreret i figur 5.

Figur 5 branded / Ikke branded salg²⁶



Årsagen til at kunder i fremtiden vil vælge branded produkter kan deles op i tre grupper.

New Money Consumers - De vil hellere købe branded smykker, for at vise deres rigdom.

Emerging Markets Consumers - Som køber branded smykker fordi, det giver dem en tryghed i forhold til fejkøb. De er under tesen om at så mange forbrugere ikke kan tage fejl.

Young consumers – De køber branded smykker for at udtrykke deres stil og for selv realisering.

Da branded salg vil udgøre en større andel af markedet og Pandora allerede har etableret sig på verdensmarkedet som et anerkendt mærke, vil det give muligt for at øge deres omsætning.

²⁵ McKinsey & Company (1) S.38-43

²⁶ McKinsey & Company (1) S.40 Exhibit 1

5.6 Kendskab til produktet

Vi kan se, at der sker en udvikling inden for branded salg²⁷ og at Pandora har valgt at fokusere på at forbedre deres brand. Dette er årsagen til, at Pandora brugt 9,6 % af deres omsætning på markedsføring i 2015, hvilket er en stigning på 40,2% i forhold til tidligere år²⁸. Kendskabet til Pandora er derfor steget fra 36% i 2010 til 73% i 2015. Dette betyder, at kendskabet til Pandora kun er overgået af Swarovski med 78 %²⁹ inden for deres segment.

Arbejdet med at forbedre Pandora brand har resulteret i, at de har vundet flere priser de sidste år. Her i blandt "Brand of the Year" prisen ved UK jewellery Awards³⁰ og "CMJ best collection award"³¹. Alt dette har betydet, at Pandora har opbygget et af verdens stærkeste brands inden for smykker og specielt inden for segmentet høj kvalitet til tilgængelige priser. Effekten af dette kan medføre, at Pandora har nemmere ved at tage markedsandele i fremtiden.

5.7 Markeder

Det samlede smykkemarked i verden har en størrelse på 263 mia³². EUR. Pandora har en omsætning på ca. 17 Mia. DKK. svarende til en markedsandel på 0,86 procent. Ud af det samlede marked udgør Kina og USA 163 mia. EUR, disse markeder udgør ca. 66 procent af hele markedet. Derfor er det specielt vigtig for Pandora at fokusere på disse markeder, da det er her der er størst mulighed for at øge omsætningen.

Figure 6. Global jeweller marked, EUR m³³.



²⁷ McKinsey & Company (1) S.39-41

²⁸ Pandora årsrapport (2015) S. 21

²⁹ Investor presentation (2) s. 23

³⁰ FashionForum (1)

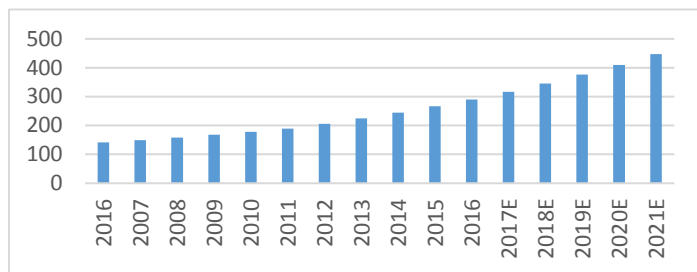
³¹ Professional Jeweller (1)

³² Investor presentation (2) s. 33

³³ Investor presentation (2) s. 33

Pandora forventer, at det samlede marked på verdensplan vil stige med 9 % om året, dette betyder at markedet vil stige fra 263 Mia. EUR til 446 mia. EUR over de næste 5 år, som kan ses i figur 7. Denne vækst vil primært komme fra Kina³⁴.

Figur 7 Forventet stigning i markedet i mia. EUR.



Hvis Pandora er i stand til at fastholder den nuværende markedsandel vil omsætning derfor også stige med 9% om året.

5.8 Markedsandele

Ifølge Euromonitor har Pandora en markedsandel på 1 % i 2015 og er steget fra 0,8 i 2011. Derudover er Pandora den 6. største virksomhed baseret på markedsandele. De 5 største selskaber har en markeds procent mellem 1,5 og 2,3 %. Alle andre virksomheder har en markedsandel på under 0,8 %. Antallet af selskaber er næsten uendeligt, de unavngivne selskaber står for 77 % af hele markedet.

5.9 Geografisk opdeling.

Pandora har delt deres markeder op i Americas / EMEA / Asia Pacific³⁵.

Americas: Dette område består af Nord- og Sydamerika hvor de største markeder er USA, Canada, Caribien, Mexico. Denne del står for ca. 39 % af deres omsætning.

EMEA: Denne gruppe består af Europa og Mellemøsten. Hvor de største og vigtigste markeder er Italien og Frankrig. Da dette er forholdsvis nye markeder for Pandora vil de fokusere på disse i fremtiden.

Asia Pacific: Gruppen består af de asiatiske lande som også inkluderer Australien og New Zealand. De største markeder er i denne gruppe Kina; Australien; New Zealand.

³⁴ Investor presentation (2) S 33

³⁵ Pandora Årsrapport (2015)

Pandoras vigtigste etablerede markeder er USA, Storbritannien og Australien som udgjorde 50,8 % af virksomhedens samlede omsætning. Dette er årsagen til at Pandora har et mål om at blive mindre afhængig af enkelt markeder. Måden det skal gennemføres på, er ved at øge omsætningen på de andre markeder.

5.10 Målgruppe

Målgruppen er specielt vigtig at definere, da dette er grundlaget for virksomhedens omsætning. Dette skal senere bruges til at vurdere, hvordan trends og den demografiske udvikling påvirker Pandoras fremtidige omsætning.

Pandora beskriver selv deres målgruppe som Kvinder mellem 25 og 50 år³⁶. Men de fortæller også, at deres mission er at give kvinder mulighed for at udtrykke deres personlighed gennem smykker. Dette skal samtidig gøres til en pris, der er til at betale.

Deres fokus på pris gør, at man kan indskrænke deres målgruppe yderligere til primært at omfatte middelklasse i samfundet. De rigeste i samfundet har råd til at købe dyre smykker og er ikke påvirket af prisen på samme måde. De fattigste i samfundet har ikke samme købekraft og har derfor ikke økonomisk overskud til at købe så mange luksusprodukter. Middelklassen er ligesom disse to grupper og har økonomisk råderum til at købe branded smykker til fornuftige priser.

Baseret på ovenstående vil jeg konkludere, at den primære målgruppe er kvinder mellem 25-50 år, som har en middelindkomst.

Derudover fortæller Pandora at 60 % af kvinder der ejer Pandora smykker, har modtaget dem som gave. Halvdelen af de kvinder har fået smykkerne som gave af mænd. Pandora har lavet visse tiltag for at markedsføre deres produkter til mænd, hvilke kan ses på den primære funktion på e-STORE, som gøre det nemmere at købe en gave. Det betyder at 30 procent af deres omsætninger er genereret af mænd, der køber produktet som gave.

6 Strategisk Analyse

Det foregående afsnit, fokusere på de interne faktorer der skaber værdi i Pandora. Det næste afsnit vil analysere de eksterne faktorer. Dette vil senere blive brugt til at beskrive hvordan udviklingen i Pandora vil forløbe i et fremtidig budget.

³⁶ Prospectus (1) S. 3

Den første del af analysen, vil se nærmere på de makroøkonomiske faktorer der er i markedet. Til dette er PESTEL³⁷ modellen blevet valgt. Denne model fokuserer, på de mere overordnede eksterne forhold der kan påvirke Pandora. PESTEL modellen vil ikke blive brugt skematisk, men mere som en guideline for at identificere de vigtige parametre i omverdenen.

Pandora sælger deres varer på mere en 100 markeder og da det ikke er muligt at gennemgå alle landene, har jeg udvalgt tre områder. De valgt områder er Kina, USA og Europa, da disse tre områder repræsenterer ca. 68 % af verdensmarkedet for smykker. Samtidig udgør de langt den største del af Pandoras omsætning, hvorfor jeg vurderer, at det give et retvisende billede af markedets udvikling.

For at identificere hvad der skal undersøges, har jeg gennemgået de forskellige områder i PESTEL modellen og udvalgt de områder der har betydning for Pandoras fremtidige vækst.

Derefter analyseres branche som Pandora befinder sig i, her vil der bliver brugt Porters Five Forces modellen³⁸. Til sidst vil analysen blive opsummeret gennem en SWOT analyse, SWOT analysen opsummerer hvilke faktor der påvirker Pandora fremtidige indtjening.

6.1 Analyse af geografiske områder

Denne del af analyse fokuserer, på Pandoras afsætningsmuligheder på markeder i, USA, Kina og Europa. Jeg vurderer, at det vil give det bedste resultat at bruge PESTEL modellen inden for hvert marked. Dette gøres for at fange sammenhæng mellem den økonomiske, den demografisk udvikling og betydningen for Pandoras salg af produkter. Dette vil betyde, at modellen kun vil fremhæve de ting, der har en betydelig påvirkning.

6.2 Kina

6.2.1 Udviklingen i BNP

Kina har være et marked med tocifret vækstrater gennem 00'erne, men blev hårdt ramt af den globale recession, der startede omkring 2008. Dette afspejler sig i udviklingen af BNP, som beskriver værdien af den samlede produktion i landet. Væksten i BNP er faldet fra 2012 til 2015 med 0,8 procentpoint. Denne udvikling er et fald der af Danske Industri i tabel 2 vurderes til at fortsætte i den nærmeste fremtid.

³⁷ Henry, Anthony (2012) S.36

³⁸ Henry, Anthony (2008) S. 57

Tabel 2 BNP Vækst³⁹

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
		Historiske tal			Konsensus		
BNP	(Realvækst)	7,7	7,7	7,3	6,9	6,6	6,3
Detailhandel	(Nominalvækst)	14,3	13,1	12,0	10,7	10,5	10,4
Investeringer	(Nominalvækst)	20,3	19,6	15,7	10,0	10,4	9,4
Industriproduktion	(Realvækst)	10,0	9,7	8,3	6,1	5,8	5,4
Inflation (i hele landet)	(Procent)	2,7	2,6	2,0	1,4	1,9	1,8
Eksport	(Procentvækst)	7,9	7,8	6,0	-2,8	-3,3	2,3
Import	(Procentvækst)	4,3	7,3	0,5	-14,2	-5,8	1,9
Betalingsbalance	(Mia. USD)	230,3	182,8	219,7	330,6	310,0	299,0

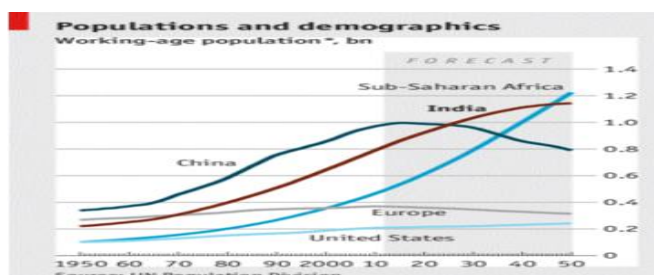
Note: Konsensus er gennemsnittet af 17 aktuelle prognoser for kinesisk økonomi

Når jeg sammenligner væksten i Kina med væksten i Europa, kan jeg se at væksten stadig er betydelig højere i Kina. I Europa har vi en gennemsnitlig vækst på 2,0 %⁴⁰. Den økonomiske stigning er altså tre gange så høj i Kina som på det Europæiske marked. Cheføkonom Erik Nielsen fra UniCredit mener, at denne stigning i Kina kan falde helt ned til 2,3-3,5 procent om en 5-10 år.⁴¹ Han udtaler:

“I 2016 formoder jeg, at vækstraterne kan holde stand i Verdens største land trods turbulens i årets første uger. Der er penge nok i Kina til at skabe det nødvendige fundament for at stærke vækstrater fortsætter. Den kinesiske regering bør øge forbruget ved at sænke skatterne og ikke fortsætte med at øge investeringer i fast ejendom, infrastruktur og andre langvarige aktiver. Konsekvensen bliver, at skiftet fra højvækst til lavvækst kan indtræffe pludseligt med voldsomme konsekvenser for Kina og resten af Verden”, siger Erik Nielsen.

Denne Demografiske udvikling af arbejdsstyrken i Kina er faldende, dette er tildeles et resultat af den lange periode med et barns politik, som har gjort at ældre byrden bliver større og arbejdsstyrken bliver mindre. Dette er illustreret i Figur 8.

Figur 8 Arbejdsstyrken⁴²



Denne udfladning af Kinas økonomi betyder, at der ikke ses de samme vækstrater på det kinesiske marked i den nære fremtid.

³⁹ Dansk Industri (1)

⁴⁰ EU-Oplysningen (1)

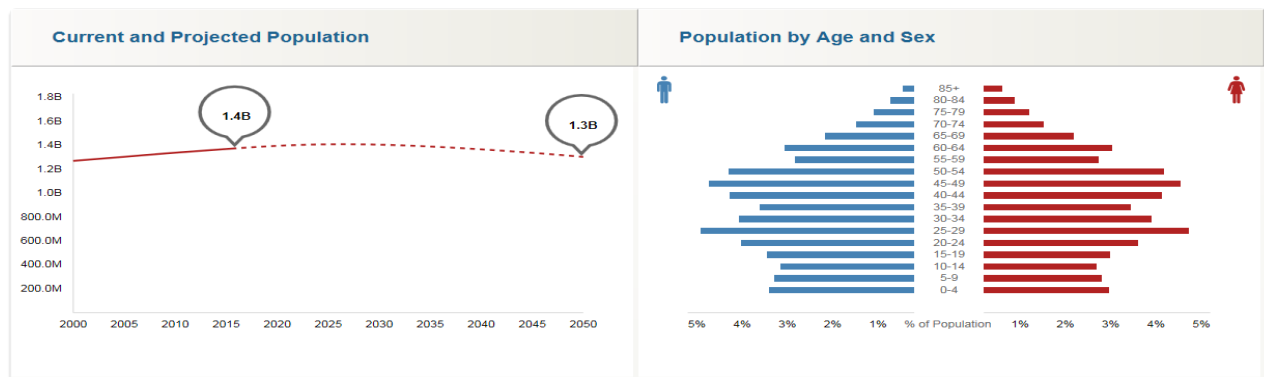
⁴¹ Danske Selskab for Virksomhedsledelse (1)

⁴² Demetra (1)

6.2.2 Demografi

Den procentvise stigning af ældregenerationen sammenholdt med den faldende fødselsrate pr. indbygger vil indebære, at Pandoras målgruppe blive mindre over de næste årtier. Figur 8 viser den fremtidig udvikling i befolkningen.

Figur 9 Udvikling i befolkningen⁴³.



For at se hvordan denne udvikling påvirker Pandoras målgruppe, skal vi se på tabel 3 som viser, i et interval på 5 år, ændringen i Pandoras målgruppe. Målgruppen for kvinder vil falde med 1,7 % over de næste 15 år. Dette vil have en negativ indflydelse på Pandoras omsætning.

Tabel 3 Ændring af kvinder i alderen 25-50 år⁴⁴

	År 5	År 10	År 15
Udgået generation	4,3	3,9	3,3
Indgået generation	3,4	2,8	2,5
Procentvise ændring i antallet af kvinder.	-0,9	-1,1	-0,8
Summeret ændring	-0,9	-2	-1,7

Pandora har oplyst at ca. 30 % af deres salg sker som gaver fra mænd til en kvinde, kan udviklingen af mænd også have en indflydelse på deres omsætning. Som det ses i tabel 4, er faldet i mænd over de næste 15 år 1,1 %. Da dette er mindre end faldet for kvinder vurderes det, ikke at have en indflydelse på Pandoras omsætning.

⁴³ U.S. Department of Commerce (1)

⁴⁴ U.S. Department of Commerce (1)

Tabel 4 Ændring af mænd i alderen 25-50 år⁴⁵

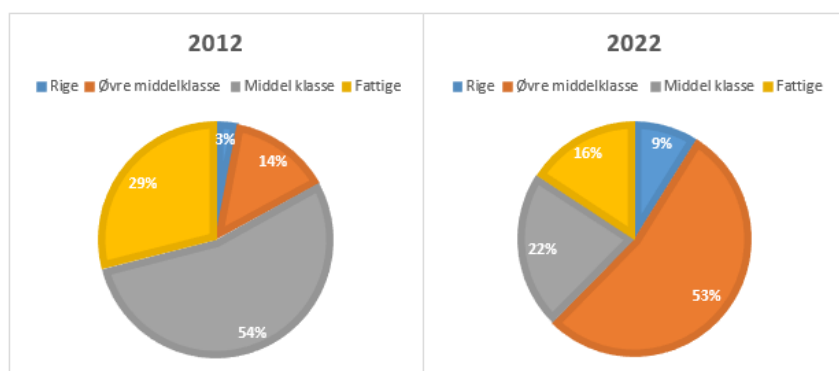
	År 5	År 10	År 15
Udgået generation	4,5	4,1	3,4
Indgået generation	3,8	3,2	3
Procentvis ændring i antallet af mænd	-0,7	-0,9	-0,4
Summeret ændring	-0,7	-1,6	-1,1

6.2.3 Samfundsopdeling

Som tidligere beskrevet er den typiske forbruger af Pandoras produkter er en person fra middelklassen. Derfor vil jeg i det følgende beskrive, hvordan denne middelklasse udvikler sig på det kinesiske marked.

Den økonomiske fremgang på det kinesiske marked har betydet store ændringer i sammensætningen af indkomstklasser. Den samlede middelklasse vil gå fra 68 % i 2012 til 75 % i 2022. Derudover er der sket en forskydning mellem middelklassen og den øvre middelklasse. Det ses i figur 10. Dette betyder, at en større del af Kinas befolkning vil få råd til at købe luksusprodukter. Dette sker, fordi middelklassen kun bruger 5% af deres indkomst på luksusprodukter, hvor den øvre middelklasse bruger 20 % af deres indkomst⁴⁶.

Figur 10 Udviklingen i Kinas Middelklasse.



De fire klasser er delt op i forhold til deres indtægt i CNY.

Rige > 229.000 / Øvre middelklasse 106.000 to 229.000 / Middel klasse 60.000 – 106.000 / Fattige < 60.000.

Samlet set betyder det, at det kinesiske marked har en stor organisk vækst og det vil derfor blive nemmere for Pandora at øge omsætningen på dette marked.

⁴⁵ U.S. Department of Commerce (1)

⁴⁶ McKinsey & Company (3)

6.2.4 Forbruger tendenser

Der er sket en stor ændring af måden hvor på salg sker på i Kina. I perioden 2003 til 2012 er salg på internettet steget med 120 procent, derefter er salget steget med 5-6 procent om året. Det betyder at 6-7 procent af detailsalg nu foregår på internettet. Det amerikanske marked har tidligere være det største for online salg, men er det sidste år overgået af Kina⁴⁷.

Pandora har lanceret deres e-STORE og grundet denne tendens til at købe ind på nettet, vil det være muligt for Pandora at øge omsætningen samtidig med, at de holder omkostningerne nede.

Den yngre generation er defineret som en person der er født i 1980'erne og som tilhører den øvre middelklasse. Dennes forældre er født i en periode med knappe vilkår, men barnet er vokset op i en periode med høj vækst og større økonomisk råderum. Gruppen består af 200 mio. forbrugere. Denne gruppe køber vare der afspejler deres individuelle præferencer. Dette segment passer til det produkt som Pandora leverer og vil kunne øge deres omsætning.

6.2.5 Protektionisme

Kinas er kendt for at brugen forskellige former for protektionisme for at beskytte egne producenter på deres hjemmemarkedet. Der er set forskellige modeller for at opnå dette resultat. Det kan være offentlige kontrakter, der bliver tildelt kinesiske virksomheder, hvilke tidligere har ramt Vestas⁴⁸. Andre metoder kan være væsentlig længere behandlingstider på tilladelser, arbejdes visum, byggetilladelser og lignede. Et tredje eksempel er oprettelse af afgifter og toldbarriere for udenlandske produkter. I 2011 blev den amerikanske bilindustri⁴⁹ ramt af importafgift mellem 2- 21 procent på biler med en motor på over 2,5 liter.

Disse tiltag kan mindske Pandoras muligheder for vækste, da måden Pandora vækster på er ved at øge antallet af butikker. Åbningen af butikker kan besværliggøres af den kinesiske regering, ved at forlænge behandlingstiden på tilladelser. Pandora vil blive ramt da hele produktionen ligger i Thailand. Dette kan påvirke Pandoras indtjenings marginaler negativt.

Pandora oplyser, at den øget omsætning skal ske gennem organisk vækst samt åbning af nye butikker. De valgte i Tyskland at opkøbe en kæde af butikker for hurtigt at kunne udvide deres omsætning. Denne model kan være mere tidskrævende eller gøres umuligt hvis myndighederne er længe om at give de nødvendige tilladelser.

⁴⁷ McKinsey & Company (4)

⁴⁸Børsen (1)

⁴⁹ Information (1)

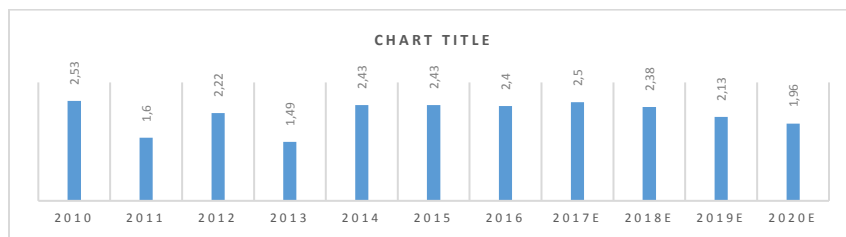
Dette vil formentlig medvirke til at gøre det mere besværligt at øge deres omsætning i Kina i forhold til vestlige markeder og dermed påvirke den potentielle vækst.

6.3 USA

6.3.1 Udviklingen i BNP

Der er delte meninger om hvordan udviklingen vil være fra 2016 til 2025. Men alle prognoserne viser, at udviklingen i USA BNP vil falde langsomt over den næste årrække⁵⁰. OECD har lavet en long term prognose, der viser at udviklingen vil falde til 1,3 % i 2060.

Figur 11 BNP udvikling⁵¹



Dette vil betyde, at der er lav økonomisk vækst i USA og derfor kan Pandora ikke forvente at omsætningen stiger ud fra en general økonomisk stigning i samfundet.

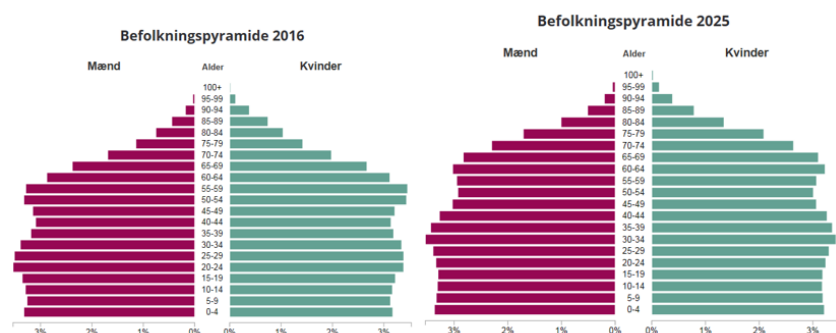
6.3.2 Demografi

Sammensætningen i den Amerikanske befolkning vil også have en betydning for Pandoras målgruppe. Vi så på det kinesiske marked, at antallet af mennesker i Pandoras målgruppe steg betydeligt og vil være med til at øge Pandoras omsætning. Denne udvikling er ikke tilstede på det amerikanske marked, sammensætningen af befolkningen vil stadig være den samme om 15 år Figur 12. Dette betyder at der ikke er en organisk vækst i målgruppen.

⁵⁰ KNOEMA (1)

⁵¹ Globalis (1)

Figur 12 Sammensætningen af befolkningen⁵²



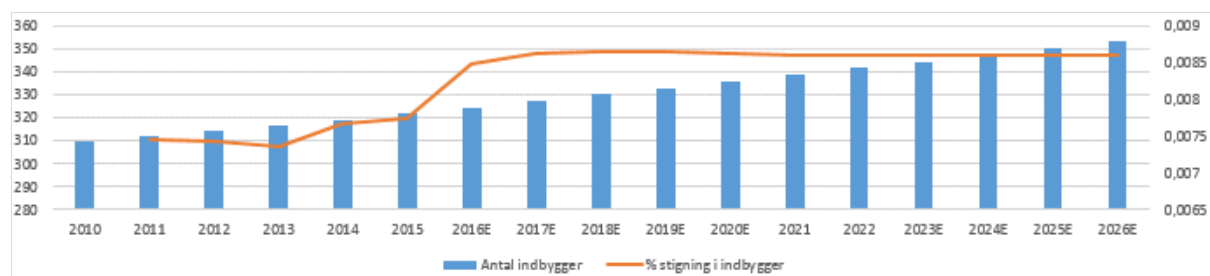
Hvis vi ser på figur 5 kan vi se ændringen af Pandoras målgruppe over de næste 15 år. Om 5 år ville Pandoras målgruppe bestå af 0,02 procent af den samlede befolkning, derefter vil den stige til 0,16 om 10 år og om 15 år faldet med -0,02 i forhold til i dag.

Tabel 5 Ændring i målgruppen

USA	År 5	År 10	År 15
Udgået generation	3,2	3,05	3,3
Indgået generation	3,22	3,17	3,1
Procentvis ændring i antallet af kvinder.	0,02	0,12	-0,2
Summeret ændring	0,02	0,16	-0,02

Figur 12 viser den procentvis sammensætning af befolkningen. For at se om antallet i målgruppen stiger skal vi se på udviklingen i befolkningen, dette er vist i figur 13. her kan vi se, at der er sket en lille tilvækst i befolkningen og det forventes at være omkring de 0,85 procent om året. I år 2020 vil målgruppen derfor været steget med 67.136 mennesker og i 2025 med 560.583 mennesker.

Figur 13 Udvikling i antal indbygger⁵³



Udviklingen i den amerikanske økonomi og udviklingen i befolkningen er forbundet med en vis usikkerhed, samtidig med at den er forholdsvis lav, sammenlignet med Kina. Derfor vurderes det, at den

⁵² Globalis (1)

⁵³ Statista (1)

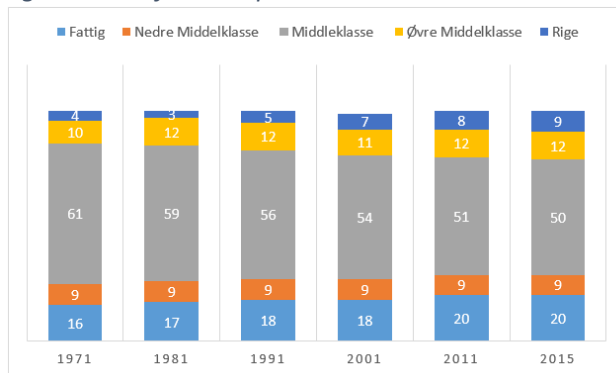
måde Pandora kan skabe vækst i deres amerikanske omsætning er ved at tage markedsandele fra konkurrenter.

6.3.3 Samfunds opdeling

Som tidligere beskrevet ses middelklassen som den primære målgruppe til Pandora, derfor er udviklingen for denne middelklasse vigtig at se på.

I forhold til Kina har middelklassen på det amerikanske marked udviklet sig i modsatte retning, figur 14. Her ses det at siden 70'erne er middelklassen blevet mindre og denne tendens ser ud til at fortsætte i fremtiden. Middelværdien for den gennemsnitlige indkomst reguleret for Inflation har ikke flyttet sig signifikant i perioden 2011 – 2015. Dette betyder at uligheden på det amerikanske marked bliver større⁵⁴.

Figur 14 Samfundet opdelt i klasser⁵⁵.



Udviklingen i de to grupper viser en tilbage gang på 1 % i årene 2011 til 2015 og vurderes til at fortsætte i den nære fremtid. Dette understøtter at måden Pandora skal skabe vækst på er ved at tage markedsandele fra konkurrenter.

6.3.4 Forbruger tendenser

Forbrugerne havde stort fokus på brand og image igennem 90'erne og helt frem til krisen i 2008. Her gik forbrugerne primært efter kendte mærker, som passede til deres image. Der var samtidig en tendens til at høj pris var ensbetydende med god kvalitet. Efter forbrugernes økonomiske tilbagegang, er den gennemsnitlige forbruger blevet mere opmærksom på værdien af produktet. Herefter er det ikke nok, at produktet har et stærkt brand, men det skal også være et kvalitetsprodukt. Samtidig efterspørger forbrugeren et produkt der passer til deres specielle præferencer. Derfor er det blevet meget vigtig for

⁵⁴ PewResearchCenter (1)

⁵⁵ PewResearchCenter (1)

nutidens virksomheder at kende forbrugerens præferencer og ikke kun fokusere på at styrke deres brand⁵⁶.

Pandoras brand passer godt til denne udvikling og det er vurderet at det derfor vil være muligt at tage markedsandele fra konkurrenterne.

6.3.5 Protektionisme

Den siddende regering har fokus på at forbedre samhandlen med omverdenen, dette er sket gennem handelsaftaler der fjerner nogle af de barrierer der forhindrer, eller gør det dyrt for udenlandske virksomheder at sælge deres produkter på det amerikanske marked⁵⁷. Den økonomiske nedgang i USA og det forestående præsidentvalg har medført en øget politisk debat om at beskytte produktionen på hjemmemarkedet. Dette kan blive et problem for virksomheder som Pandora der producerer alle deres produkter uden for det amerikanske marked. Hvis den aktuelle politiske debat bliver aktuel, vil det betyde at Pandoras produkter bliver dyrere og hvis prisen ikke kan hæves, som tidligere vist⁵⁸, kan de blive nødt til at flytte noget af produktionen til USA. Dette vil enten medføre et mindre overskud fra det amerikanske marked eller en stigning i investeringer til nye produktfaciliteter. Dette kunne indregnes i en fremtidig strategi for at øge omsætning på det amerikanske marked.

6.4 EUROPA

EU består i dag af 28 lande. Dette giver en unik problemstilling i forhold til de andre markeder. Da ikke alle landene har en ens udvikling i forhold til de valgte parametre, har jeg derfor udvalgt de 6 største lande Storbritannien, Tyskland, Frankrig, Polen, Italien og Spanien. Dette er de største markeder og vil tilsammen give det bedste billede af udviklingen i Europa. De 6 lande udgør ca. 70 procent af indbyggerne i Europa og ingen af landene vægter under 11 procent og over 23 procent⁵⁹. Derfor vil et gennemsnit give et retvisende billede af udviklingen.

6.4.1 Udviklingen i BNP

Udvikling i BNP vil stige 1 til ca. 2 procent i 2017, derefter vil denne udvikling stabilisere sig omkring de 2 procent i fremtiden, dette kan ses, i Figur 15. Det betyder at Pandoras vækst i omsætningen ikke kommer fra en økonomisk vækst, men vil komme fra at tage markedsandele fra konkurrenterne. Dette vil betyde lavere marginaler på produkterne, forårsaget af øgede omkostninger til markedsføring.

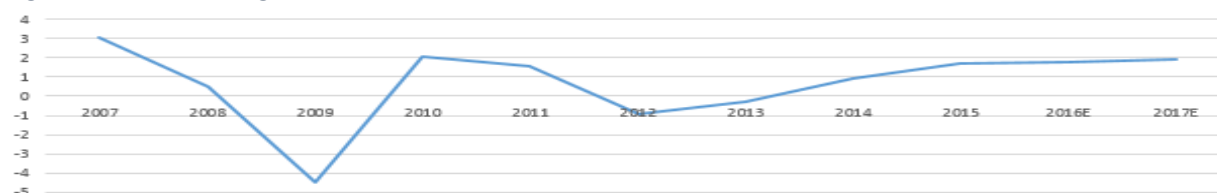
⁵⁶ BCG (1) S. 3-7

⁵⁷ Udenrigsministeriet (1)

⁵⁸ Børsen (2)

⁵⁹ EU-Oplysningen (2)

Figur 15 BNP udvikling⁶⁰



6.4.2 Demografi

Lige som tidligere ser jeg på sammensætningen af befolkningen. Da det er flere lande og der er markant forskel i udviklingen. Er landene delt om i 2 grupper.

Gruppe 1: Tyskland, Italien og Spanien: I disse lande sker der en ændring mellem -3,2 og -1,85 over de næste 15 år. Årsagen er at store generationer går ud og mindre kommer ind.

Gruppe 2: Storbritannien, Frankrig og Polen: I disse lande er ændringen mellem -1,3 og -0,25 over de næste 15 år. Der er ikke de samme små årgange i disse lande og derfor er forskellen mindre.

Denne udvikling betyder at der over de næste 15 år vil være en gradvis negativ ændring i sammensætningen af de landenes befolkninger. For at kunne se den samlede ændring er landene vægtet i forhold til deres størrelse, dette er vist i Tabel 6.

Tabel 6 Vægtet ændring i Pandoras målgruppe⁶¹

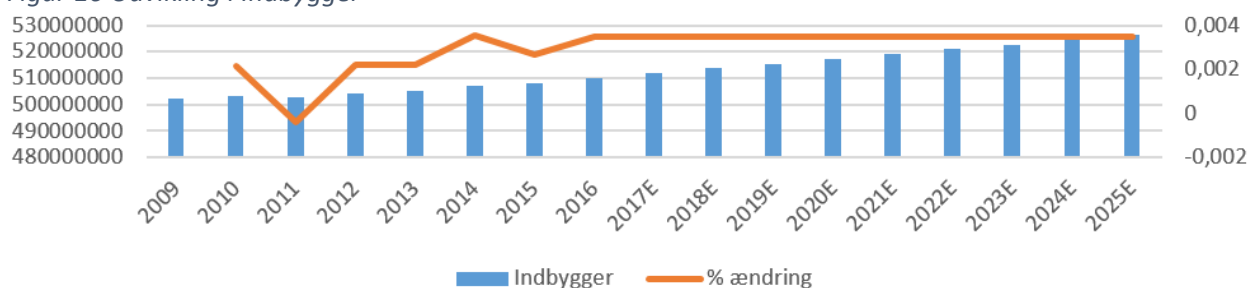
Vægtet gennemsnit	År 5	År 10	År 15
Udgået generation	3,56	3,20	3,35
Indgået generation	2,56	2,60	2,63
Procentvis ændring i antallet af kvinder.	-1,00	-0,61	-0,72
Summeret ændring	-1,00	-1,60	-1,72

Dette betyder at over de næste 15 år bliver Pandoras målgruppe 1,72 procent mindre i forhold til befolkningen i 2016. For at se om antallet i målgruppen bliver mindre, sammenlignes ændringen med de forventede antal indbyggere i Europa, figur 16.

⁶⁰ European Commission (1)

⁶¹ Globalis (1)

Figur 16 Udvikling i Indbygger⁶²



Selv om sammensætningen i befolkningen påvirker med -1 procent om 5 år og -1,6 procent om 10 år, er udviklingen i antallet af indbygger stor nok til at øge målgruppen med 1,99 mio. mennesker, svarende til 0,384 procent om 5 år og 7,8 mio. mennesker om 10 år, svarene til 1,49 procent om 10 år.

Denne stigning vil kunne påvirke Pandoras omsætning positivt, men usikkerheden ved udviklingen og den lave markedsandel gør at det vurderes til ikke at have en væsentligt påvirkning af omsætningen.

6.4.3 Forbruger tendenser

Ligesom på det amerikanske marked, er forbrugernes fokus på brand og image ændret. Dette er erstattet af et øget fokus på kvalitet og mulighed for at udstille sine individuelle præferencer gennem køb af produkter⁶³. Derfor giver det Pandora muligheder for at tage markedsandele fra deres konkurrenter og derved øge omsætningen.

6.4.4 Brexit

Storbritannien stemte i 2016 om udmelding fra den Europæiske Union (EU), resultatet blev et snævert ja til at forlade unionen. Dette har medført en del usikkerhed på de finansielle markeder. Resultatet og følgevirkningerne er stadig uvisse, da det er første gang et medlemsland forlader unionen. Resultatet kommer i høj grad an på hvilke aftaler Storbritannien kan få med EU om handel på det indre marked m.m. Ifølge EU-præsident Donald Tusk, vil en udtræden formentlig blive påbegyndt i 2017⁶⁴. Før Storbritannien aktiverer artikel 50 er der dog stadig usikkerhed om deres udtræden.

Stabilitet og økonomisk udvikling er vigtigt for Pandora, da Storbritannien står for en fjerdedel af omsætningen på det europæiske marked. En tilbagegang i stabilitet og økonomi, vil resultere i mindre omsætning. Usikkerheden er for stor til at kunne forudsige hvilken indvirkning dette får på omsætningen.

⁶² European Commission (2)

⁶³ BCG (1) S.13-17

⁶⁴ DR.DK (1)

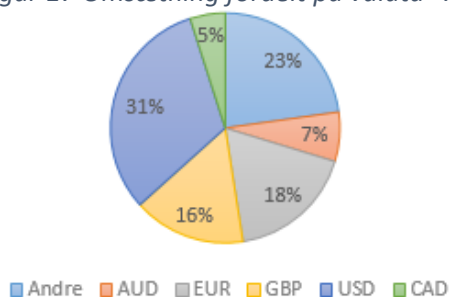
6.5 Genneralle faktorer

De foregående afsnit har været forbeholdt analyse af de tre markeder og deres påvirkning på Pandoras muligheder for at afsætte deres produkter. Dette afsnit er en mere general analyse af, hvilke makrofaktorer der kan påvirke Pandoras fremtidige udvikling. PESTEL modellen er blevet brugt til at identificere områder inden for, økonomi, politik, sociale, lovgivning, miljø og teknologi. De udvalgte emner er følgende:

6.5.1 Valuta

Valutakurser har en stor indflydelse på virksomheder som Pandora. Årsagen til dette er, at de opererer på mere en 100 markeder. Pandora aflægger regnskab i DKK og er derfor eksponeret over for udviklingen i vekselkurser mod DKK. Figur 17 viser, hvordan Pandoras indtjening er fordelt på valuta.

Figur 17 Omsætning fordelt på valuta⁶⁵.



Jeg kan se af regnskabet, at Pandora minimerer disse udsving i valutakurser gennem brug af sikringsinstrumenter. Pandoras politik er, at være afdækket inden for alle større valutaer (USD, CAD, AUD, GBP, EUR) og afdækningsprocenten er 1-3 måned 100%, 4-6 måned 80%, 7-9 måned 60 % og 10-12 måned 40%. Pandoras afdækning sker af pengestrømme fra driften. Dette minimerer deres risiko for udsving på kort sigt, men varige udsving kan gøre at deres forretning ikke bliver rentabel, de sidste 23% afdækkes ikke.

Påvirkningen af valutakurssvingninger har Pandora beskrevet i regnskabet. Der beskrives hvordan omsætningen og EBITDA vil blive påvirket, kan ses i figur 18. Ved kursstigninger på 10% i USD, CAD, AUD, GBP og THB samt 1% stigning i EUR ville øget omsætningen med 1.101 millioner DKK og EBITDA med 421. Det er vigtigt at bemærke at stigning i THB ikke påvirker omsætningen men vil påvirke EBITDA med 192 millioner DKK. Påvirkningen ved faldende valutakurser vil være direkte modsat. Omsætningen vil blive påvirket med 6,6% og EBITDA med 7,8%

⁶⁵ Pandora årsrapport (2015) S. 106 note 4,4 Finansielle risici

Figur 18 Oms. og EBITDA følsomhed overfor valutakurs udsving⁶⁶

Valuta	Ændring i Valutakurs	Omsætning	EBITDA
USD	+10%	606	207
CAD	+10%	86	77
AUD	+10%	112	90
GBP	+10%	254	211
EUR	+1%	43	28
THB	+10%	-	-192

Den samme analyse er lavet på resultat før skat og egenkapitalen og beskriver hvordan det vil påvirke Pandoras op- og nedskrivninger. Ved de samme påvirkninger som tidligere, vil resultatet påvirkes med DKK 79 mio. og egenkapitalen med DKK 573 mio. Dette udgør en påvirkning af resultatet med 1,478 % og egenkapitalen med 5,45 %, hvilke kan ses i tabel 7.

Tabel 7 Påvirkning af valutakurs ændringer⁶⁷.

Valuta	Ændring i Valutakurs	Resultat før skat	Egenkapital
USD	+/-10%	38	103
CAD	+/-10%	2	49
AUD	+/-10%	4	64
GBP	+/-10%	15	150
EUR	+/-1%	-9	-10
THB	+/-10%	-11	-197

Tabel 8 viser forecast på de 6 valutaer og hvordan udviklingen i kursen vil påvirke Pandoras. eksemplet er regnet på 12 måneders forecast. Dette betyder at omsætningen vil falde med 520 mio. EBITDA vil falde med 296 mio. Resultat før skat vil stige med 30 mio. og egenkapitalen vil stige med 194 mio.

Tabel 8 Valuta Forecast⁶⁸

Valuta	Spot	1 m	Ændring	3 M	Ændring	6 m	Ændring	12 m	Ændring	Omsætning	EBITDA	Resultat før skat	Egenkapital
USD	6,63	6,65	0,3%	6,65	0,3%	6,53	-1,5%	6,31	-4,8%	-290,88	-99,36	18,24	49,44
GBP	8,735	8,55	-2,1%	8,46	-3,1%	8,09	-7,4%	8,27	-5,3%	-134,62	-111,83	7,95	79,5
AUD	4,975	5,05	1,5%	4,92	-1,1%	4,77	-4,1%	4,54	-8,7%	-97,44	-78,3	3,48	55,68
EUR	7,4464	7,4425	-0,052%	7,4425	-0,052%	7,4425	-0,052%	7,4425	-0,0524%	-2,236	-1,4672	-0,04716	-0,0524
THB	34,63	34,99	1,0%	35,7	3,1%	36,05	4,1%	34,8	0,5%	0	-9,6	0,55	9,85
CAD	5,024	5,03	0,1%	5,11	1,7%	5,1	1,5%	5,05	0,5%	4,3	3,85	-0,1	-0,245
									Zum	-520,876	-296,7072	30,07284	194,1726

Det er ikke muligt at se fordelingen af omkostninger / indtægter fordelt på den valuta, dette ville havde været interessant da det kunne fungere som en naturlig afdækning af risici.

⁶⁶ Pandora årsrapport (2015) S. 68 Sensitivitetsanalyse for valuta.

⁶⁷ Pandora årsrapport (2015) S. 104 4,4 Finansielle risici

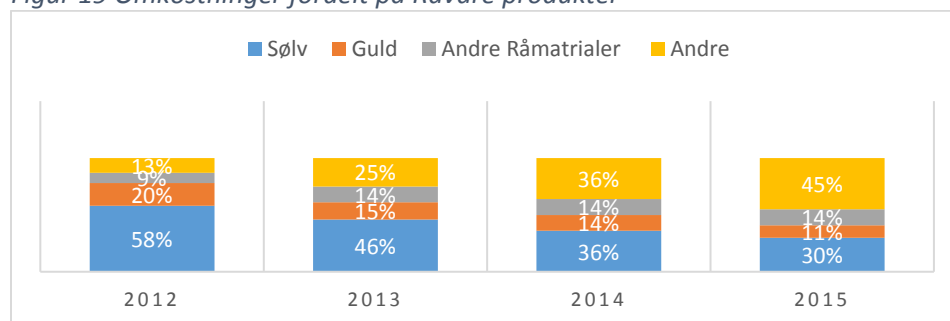
⁶⁸ Danske Bank (1)

Disse påvirkninger gør at valutarisikoen er høj i Pandora, da selskabets resultat afhænger meget af disse udsving.

6.5.2 Råvarepriser

Tidligere har guld og sølv udgjort 78 % af råvarerne til Pandoras produktion, men dette har ændret sig over de sidste fire år til kun at udgøre 41%. Udviklingen af andre råmaterialer er gået fra 9% til 14% og andre materialer er gået fra 13% til 45 %. Dette betyder, at Pandora ikke er så afhængige af priserne på guld og sølv som tidligere, illustreret i figur 19. Problemet med guld og sølv er, at de bliver betragtet som investeringsmiddel der i krisetider ses som en sikker investering. Korrelation på andre materialer er ikke den samme og vil ikke blive påvirket på samme måde.

Figur 19 Omkostninger fordelt på Råvare produkter



Den seneste økonomiske krise i 2008 gjorde at priserne på guld steg fra 10 EUR pr. gram i 2008 til 46 EUR pr. gram i 2012, sølv havde den samme udvikling, se figur 20. Pandora prøvede at sende denne prisstigning videre til kunderne. Dette gjorde, at salget af deres produkter gik i stå og først da man ændrede denne strategi igen steg afsætningen. Efter 2012 er priserne faldt og steget igen og har i perioden 2014-2015 betydet en forbedret bruttomarginal på 2,4 %⁶⁹.

Figur 20 Guld og Sølv prisen historiske udvikling^{70,71}



⁶⁹ Pandora årsrapport (2015) S. 39 Planet

⁷⁰ Investeringsguld (1)

⁷¹ Ædelmetaller (1)

En del af denne risiko har Pandora elimineret på kort sigt ved af afdække priser gennem finansielle kontrakter, hvor de første 3 måneder afdækkes 90-100%, 4-6 måned 70-90%, 7-9 måned 30-50%. Pandoras afhængighed af guld og sølv er også blevet mindre, da forbruget ikke udgør en lige så stor procentdel som tidligere. For at optimere produktionen, er der udviklet nye metoder til genanvendelse af affaldsprodukter. Genanvendelsesgraden er steget fra 8% fra 2012 til 2015 så den udgør 83%⁷².

På grund af de overstående ændringer betyder udviklingen i guld- og sølvpriser, ikke lige så meget som tidligere. Påvirkningen vurderes til at være høj da det kan forårsage store ændringer i bruttomargin.

6.5.3 Skattefordele i Thailand

Pandora har skattefordele ved at have deres produktion i Thailand. Der er tale om to slags fordele. 1 del: Skatteaftale indgået med den thailandske regering. 2 del: Thailand har en beskatningsaftale med USA, denne gør at de er fritaget for importafgift, hvilke vil gøre Pandora bruttomarginal større i USA.

1: Pandoras datterselskab i Thailand, Pandora Production Co. Ltd er fritaget fra selskabsskat og importafgift på visse maskiner og råvare. Denne aftale er baseret på at Pandora invester i landet og aftalen løber indtil 2019⁷³. Derfor er det min vurdering, at denne kan forlænges, hvis de fortsætter investeringerne i landet.

2: Pandora har også skattefordele af eksport fra Thailand til det amerikanske marked. Dette er igennem det amerikanske program U.S. Generalized System of Preferences⁷⁴.

Pandora omtalte disse skattefordele i børsprospektet⁷⁵, hvor det fremgår, at den effektive skatteprocent er 18 %. Hvis ikke de havde haft skattefordele i Thailand, ville den effektive skatteprocent være 30%. Pandora nævner ellers ikke denne skattefordel. Det kan se, at Pandoras effektive skatteprocent er steget til 31,3 % i 2015. Denne forøgelse skyldes et skatteforlig, med de danske myndigheder om transferprising⁷⁶. Uden disse omkostninger vil den være 22,2% og forventes at være ca. 21% i 2016.

6.5.4 Produktionsfaciliteter i Thailand.

Pandora har valgt, at placere produktionen af alle deres produkter i Gemopolis i Thailand. Der er ansat 11.000 medarbejder og de er Thailands største smykkeproducent. Dette valg giver nogle problemstillinger og fordele som har indflydelse på den fremtidige værdi af selskabet.

⁷² Pandora årsrapport (2015) S 39 Planet

⁷³ Børsen (3)

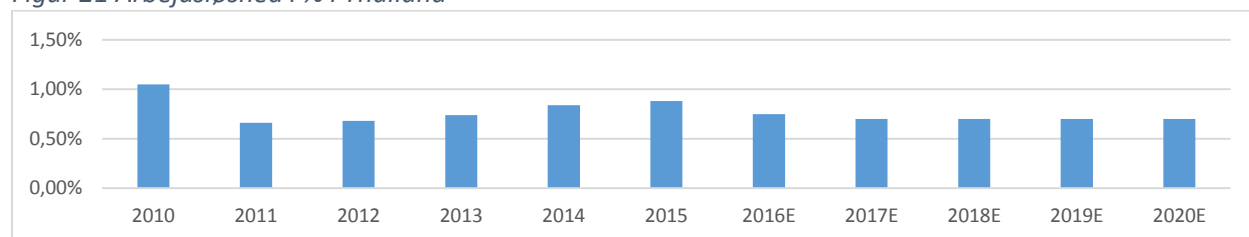
⁷⁴ Office of the United States Trade Representative (1)

⁷⁵ Prospectus (1) S.18

⁷⁶ Pandora årsrapport (2015) S.9.

Pandora har ansat 6000 medarbejder i Thailand, mellem årene 2012 til 2015. Derved beskæftigede de i alt 11.000 mennesker. Hvis denne udvikling fortsætter, vil de blive nødt til at øge antallet af medarbejder. Derfor har det betydning for Pandora, om det Thailandske arbejdsmarked giver mulighed for dette. Figur 21 viser, at arbejdsløsheden har ligget lige under 1% og vil fra 2016-2020 ligge på 0,7%. Den lave arbejdsløshed er ikke sammenlignelig med den vestlige måde at forstå arbejdsløshed på, hvor der normalt skal være en vis procent arbejdsløse for at udbud og efterspørgsel kurven er i equilibrium. Grunden til dette er at arbejdsløse kun får dækket 50% af lønnen i 90 – max 180 dage. Da lønningerne allerede er lave og perioden man kan modtage det i korte, er det med til at praktisk talt alle er i arbejde, selv hvis det er til en lav løn.

Figur 21 Arbejdsløshed i % i Thailand⁷⁷



Rekruttering af nye medarbejder, ser ikke ud til at være et problem for Pandora, da de har et godt ry, samt mulighed for at give konkurrencedygtige⁷⁸ lønninger, uden at dette har afsmittende virkning på markedets lønninger. Grunden til dette er at de beskæftiger uuddannede personer, hvor udbuddet er højt. Pandoras medarbejder er produktionsmedarbejder, der bliver uddannet af Pandora og kommer fra de laveste klasser i samfundet. Derfor vil der ikke i den nærmeste fremtid være problemer for Pandora med produktionsomkostninger i Thailand.

6.5.5 Produktionsmix

Pandoras produkter er opdelt i fire grupper, beskrevet i Tabel 9, tabellen viser at 65% af deres omsætninger består af Charms. Dette gør at Pandora har en stor eksponering over for ændringer i trends. Hvis kunderne ikke efterspørger den slags produkter, vil Pandora miste 65 % af deres omsætning. Dette vil formentlig betyde, at selskabet vil have store problemer med at overleve, da meget kapital er bundet til produktion og branded butikker. De har over den sidste årrække prøvet at minimere denne risiko ved at lancere andre produktionsgrupper, som ringe, øreringe m.m. Hvis Pandora i fremtiden kan øge den procentvise omsætning af de andre produkter, vil risikoen for Pandora falde betydeligt. Tabel 9 viser, at væksten er større på ringe og øvrige smykker og vil derfor over en årrække

⁷⁷ Statista (2)

⁷⁸ Bussiness.dk (1)

sænke risikoen. Der er dog ikke noget der, indikere at der er ved at ske ændringer i disse kunders præferencer.

Tabel 9 Omsætnings fordeling på produkt⁷⁹

PRODUKTMIX				
DKK mio.	2015	2014	Vækst	Andel af omsætning 2015
Charms	10.833	7.933	36,6%	64,8%
Charms-armbånd i sølv og guld	1.923	1.427	34,8%	11,5%
Ringe	2.066	1.192	73,3%	12,3%
Øvrige smykker	1.915	1.390	37,8%	11,4%
Omsætning i alt	16.737	11.942	40,2%	100,0%

På grund af ændringen i sammensætningen af dette produktmix vurderes risikoen til at blive minimeret i forhold til omsætningen er på Charms.

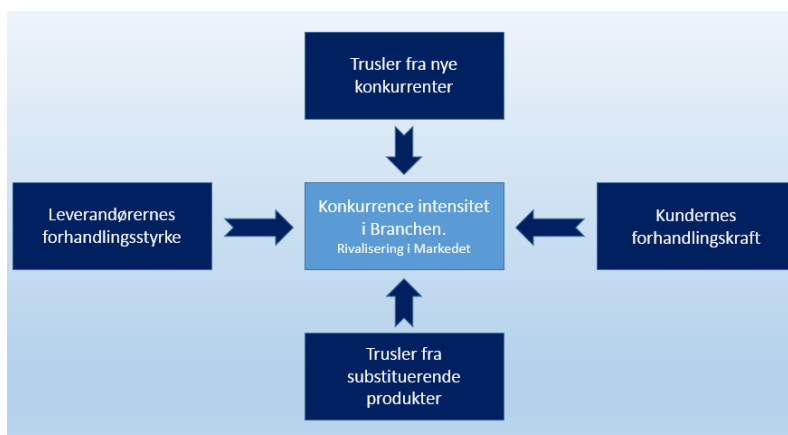
6.6 Porters five forces

Ved hjælp af PESTEL analysen, er de makroøkonomiske forhold analyseret. I dette afsnit bliver branchen analyseret, dette sker for at kunne vurdere hvor attraktiv og profitabel Pandoras branche er. Til dette benyttes den anerkendte porters five forces model⁸⁰, som er illustreret i figur 22. Modellen kortlægger de faktorer der tilsammen give et overblik over konkurrencen i branchen. Dette vil muliggøre at vurdere hvilket niveau af profitabilitet der er i branchen. Faktorerne som Porter beskriver er: leverandørernes forhandlingsstyrke, kunders forhandlingskraft, trusler fra nye konkurrenter, trusler fra substituerende produkter og konkurrenceintensitet i branchen.

⁷⁹ Pandora årsrapport (2015) S.69

⁸⁰ Henry, Anthony (2008) S56

Figur 22 Porters Five Forces



6.6.1 Konkurrenceintensitet

For at kunne vurdere konkurrenceintensiteten, skal Pandoras konkurrenter først identificeres og produktet defineres. Pandoras produkt er luksussmykker der er til at betale, som samtiden er branded under et globalt.

Hvis vi ser på de virksomheder, der levere det samme produkt, kan vi se at Tiffanys & co., Thomas Sabo, Swarovski og Cartier alle levere lignende produkter og findes over hele verdenen. Da Charms stadig udgør en stor del af Pandoras omsætning vil konkurrenter som, Carlo Biagi Jewelry, Trollbeads og Bacio Italy også være konkurrenter. Andre konkurrenter som ikke har store kollektioner, men udbyder enkelte produkt serier er, Gucci, Louis Vuitton og andre lignende mærker. Udover de nævnte virksomheder findes et stort antal små lokale udbydere i de enkelte markeder, der sælger ikke branded produkter.

Det samlede marked er kendetegnet ved, få store udbydere og rigtig mange små udbydere. Nogle af de små udbydere sælger lokalt mens andre sælger produkter på flere markeder. Dette indikere, at de store kan prissætte produktet og de mindre følger efter, hvilket er definitionen på oligopolistisk markeds konkurrence. Men når man ser på de store udbyders markedet andel, er den enkeltes markedsandel meget lille. Efterspørgslen er gået fra at være meget homogen, til at være mere heterogen. Kunderne efter spørger branded mærker og har derfor en præference over for produkterne. Derfor opererer Pandora i et marked med monopolistisk konkurrence. Denne form for konkurrence er kendetegnet ved muligheden for at skabe et overnormalt profit. Dette sker når kunden har en præference for produktet og derved er prisen ikke det eneste konkurrenceparameter. Der optimeres ud fra marginale omkostninger og finder derved den pris, der giver det største overskud. Det er dog en begrænsning for hvilke priser der kan tages. Dette fandt Pandora ud af i 2011. De forsøgte at hæve

priserne, hvilke medførte at de mistede en stor del af deres omsætning⁸¹ og værdien af Pandora faldt med næsten 90%.

Konkurrenceintensiteten i markedet er høj og det betyder, at der er stor rivalisering i branchen, hvilket gør det umuligt for Pandora at bruge prisparameteret for at opnå et højere dækningsbidrag pr. produkt. Dette må istedet ske ved at reducere omkostningerne.

6.6.2 Leverandørernes forhandlingskraft

Hvis vi ser på Pandoras værdikæde, som tidligere beskrevet, har Pandora valgt at optimere deres værdikæde horisontal. Det betyder, at de selv vil eje hele flowet fra ide til at kunden har produktet i hænderne. Derfor vil Pandoras leverandører være virksomheder der sælger råmaterialer. Pandora deler dem op i fire kategorier, sølv, guld, andre råmaterialer og andet.

Markederne for guld og sølv og andre råmaterialer, udgør 45% af Pandoras omkostninger til råmaterialer⁸². Leverandørerne er kendetegnet ved, at de sælger et homogent produkt, derfor er der tale om et marked med fuldkommen konkurrence. Dette gør at der kun er en pris på markedet på et givent tidspunkt, derfor er leverandørens forhandlingsevne lav.

De indkøber også ædelsten hvor markedet er noget mindre og ikke helt så homogent. Markedet for ædelsten er delt op i to.

1. del er de dyre produkter. Her er det svært at sammenligne produktet, da der er mange parametre der spiller ind og udbuddet er mindre. Det gør, at den enkelte leverandør har en højere forhandlingsevne.
2. del er de mindre dyre ædelstene, som produceres i langt større mængder. Derfor er det et mere homogent marked.

Pandora producerer produkter med vare fra den 2. del. Hvilke minimere leverandørens forhandlingsevne.

Det er nemt at skifte leverandør i sådan et marked og Pandora har indført CSR regler⁸³. Disse etiske regler gør, at deres leverandører underskriver en aftale om at overholde de etiske regler. Derfor tilføjer det omkostninger ved at skifte af leverandør, hvilke øger leverandørens forhandlingsevne.

⁸¹ Børsen (1)

⁸² Investor presentation (2) S. 32

⁸³ Pandora årsrapport (2015) S.35

Den samlede vurdering er, at leverandørernes forhandlingsstyrke er lav, derfor vil det være svært for leverandørerne at forhandle meget fordelagtige kontrakter hjem.

6.6.3 Trussel fra substituerende produkter

For at identificere truslen skal vi først identificere hvilke produkter der kan substitueres med. De substituerende produkter skal dække de samme behov hos kunden. I Pandoras tilfælde er det pynte genstande, hvorved forbrugeren kan vise omverdenen sin præferencer.

I denne kategori vil der være mange substituerende produkter, dette kan f.eks. være alt fra tøj, tasker, tørklæder og andre lignende produkter.

Pandora har i de senere år formindsket truslen fra substituerende produkter ved at lancere flere forskellige produktlinjer så som ringe, øreringe og halskæder. Dette betyder at de har hele sortimentet inden for smykker. Dette gør at produkterne ikke kan betegnes som substituerende produkter, men derimod konkurrenter.

Den samlede vurdering er at truslen fra substituerende produkter er høj, idet der er mange andre produkter der opfylder kundens behov.

6.6.4 Trusler fra nye konkurrenter

Der er to slags konkurrenter på markedet, den første er de lokale konkurrenter som producere på enkelte markeder og den anden er de internationale konkurrenter.

Det kræver ikke meget kapital at sælge en smykkekollektion lokalt, da det er forholdsvis nemt at lave en kollektion og sælge gennem nuværende sølv- og guldbutikker. Derfor er der en stor trussel fra nye konkurrenter. Hvis vi ser på det danske marked er der mange udbydere, men kun få der giver overskud⁸⁴.

Hvis vi ser på det internationale marked er adgangsbarriererne forholdsvis høje, da der er tale om branded produkter, distributionsomkostninger og knowhow. Det er derfor forbundet med større omkostninger at konkurrere på dette marked. Der er en tendens i markedet til at små producenter konsolidere sig, hvilket gøres for at minimere omkostningerne, samt forbedre lønsomheden på produkterne. En anden årsag, er at markedet efterspørger en større del af branded produkter⁸⁵. Der er

⁸⁴ Business.dk (2)

⁸⁵ McKinsey & Company (2) S. 5-7

ligeledes en tendens, hvor virksomheder med høj brand værdi, begynder at lancere deres egne produkter inden for smykker.

Omkostningerne for nye konkurrenter vil være forholdsvis høje, hvilke gør det omkostningsfuldt for disse konkurrenter at komme ind på markedet. Denne effekt er tildeles modvirket af tendensen med konsolidering. Derfor vurderes truslen til at være mellem høj og middel. Dette vil betyde at der bliver en skærpet konkurrence og at Pandora bliver nødt til at øge omkostningerne til markedsføring for at beholde eller øge markedsandele. Dette bekræftes ved at Pandora øger deres omkostninger til markedsføring.

6.6.5Kundernes forhandlingskraft

Pandoras kunder kan opdeltes i flere kundesegmenter, de kunder der køber direkte fra Pandora ejet butikker. Der er også business to business kunder som er franchise tager, samt multi branded butikker. Derudover afsættes der en lille del til 3 mands distributører.

Hvis vi først ser på franchise butikkerne, sælger de kun Pandora smykker og butikkerne er indrettet i forhold til Pandora, samt at medarbejderne er uddannet af Pandora. Hele deres business er opbygget efter Pandoras koncept. Derfor er der en gensidig afhængighed, som gør det omkostningsfuldt at skifte produkter. Pandora oplyser ikke noget om bonusordninger eller kick back ved salg af bestemte mængder, derfor må det antages at de sælger ud fra listepreiser. Dette gør at franchise butikkerne har en lav forhandlingsevne.

De multi branded butikker har historisk stået for en stor del af Pandoras omsætning, men Pandora har lagt deres strategi om, således at de fremadrettet vil fokusere på deres branded butikker. Flere af disse butikker er ligeledes blevet lukket, specielt over de sidste 2 år. På grund af omlægning til branded butikker, vil deres forhandlingsevne ikke påvirke Pandoras beslutning om at forbedre deres priser eller andre vilkår. Det vurderes derfor at deres forhandlingsevne er lav til middel.

Den direkte kunde har mulighed for at substituere Pandoras produkter. Dette imødegår Pandora ved at forbedre deres brand. Men kunden kan frit uden nogen omkostninger vælge et andet mærke. Derfor vurderes deres forhandlingsevne til at være høj.

6.7 SWOT Analyse

I de foregående afsnit har jeg afdækket de interne og eksterne faktorer der påvirker Pandoras fremtidige udvikling. Disse faktorer vil blive opsummeret i en SWOT analyse. Denne analyse vil blive delt op i Interne styrker / svagheder samt eksterne muligheder / trusler.

Figure 23 SWOT

Interne	
Styrker	Svagheder
Brand Strategi Produktmix Optimeret produktion i Thailand Salgs kanaler	Sammensætning af salg Kapital binding i butikker Valuta udvikling Råvare priser
Eksterne	
Muligheder	Trusler
Udvikling på Markederne Nuværende trends	Udvikling i Indien Skift i trends Protektionisme Brexit Stor rivalisering i Branchen

6.7.1 Styrker

Pandora har et stærkt brand inden for deres branche, som de har brugt til at opbygge en stor grad af kendskab til deres kundesegment, dette giver dem et stærkt fundament til fortsat øget vækst. Brandet er understøttet af en klar strategi, der fortsat vil udbygge kendskabet og værdien af brandet. Den valgte strategi er baseret på kendskab til markedet og kundernes præferencer, denne strategien rammer en klart defineret kundegruppe. Denne klare definition af hvilke produkt de ønsker at levere, samt til hvilke kunder de henvender, er grundlaget for at virksomheden har skabt en stor vækst over de sidste år.

Da Pandora ønsker at styrke brandet, har de valgt at lave om på den måde selskabet sælger deres produkter. De har bevidst besluttet at omlægge store dele af deres salg, til branded butikker i stedet for at sælge gennem 3 mands distributører eller multi branded butikker. Dette gør, at de nemmere kan kontrollere kundernes købsoplevelse. Derudover opnår Pandora et større dækningsbidrag pr. produkt. Ligeledes er udvidelsen af produktsortiment, væk fra armbånd og charms, en stor styrke da det er med til at minimere selskabet risiko.

Igennem 20 år har produktionen i Thailand opbygget en stor know how og formået at skabe en god balance mellem designfasen og hvordan de omsætter dette til produktion. Produktionen er effektiviseret og optimeret, således at omkostningerne holdes ned og spildet begrænses.

En Skatteaftale med den thailandske regering, gør, at Pandora får et større overskud efter skat, påvirkningen er skattefordelen er ikke udtrykt konkret, men vurderes af Pandora til at være betydelige. Det vurderes også, at skattefordelen kan genforhandles ved yderligere investeringer i produktionen i Thailand.

6.7.2 Svagheder

Hos Pandora består Ca. 75 % af omsætning af charms og tilhørende armbånd. Dette gør dem yderst sårbare over for udviklingen af fremtidige trends. Denne sammensætning vil ændre sig på sigt da stigningen i de øvrige produkter er større end omsætningen i Charms. Om de kan få en bedre fordeling af salget vil vise sig over de næste par år.

De har valgt at sælge produkterne primært gennem branded butikker. Dette betyder at de har store kapitalbindinger. Det vil påvirke deres nøgletal og måske påvirke investorenes investerings villighed. Dette vil gøre at Pandora bliver mindre omstillingsparate ved pludselige ændringer i markedet.

Det ses at valutakursen har en stor indflydelse på Pandoras resultater. Dette har Pandora valgt at minimere ved at afdække risikoen i op til et år gennem finansielle kontrakter. En bedre mulighed havde været at fokusere på afdækningen af denne risiko, ved at matche indtægter med udgifter i givne valutaer og derved opnå en naturlig afdækning af risikoen.

Da største del af Pandoras omkostninger er forbundet med indkøb af råvare. Ved varige stigninger i råvarepriserne, er Pandora meget følsomme, da forbrugerne ikke acceptere prisstigninger på produkterne. Dette gør at lønsomheden i virksomheden hænger meget sammen med udviklingen i råvarepriser. Pandora har dog over de sidste par år ændret sammensætningen af råmaterialerne i produktionen så virksomheden i dag er mindre påvirket.

6.7.3 Muligheder

Udviklingen på det kinesiske marked gør at Pandora vil have en kraftig vækst i deres målgruppe. Denne organiske vækst gør det muligt stadig at have store vækstrater. Det vil samtidig være muligt at øge deres markedsandele uden at skulle ud og vinde kunder fra konkurrenterne. Derimod er der ikke den samme udvikling på det europæiske og amerikanske marked, her vil den organiske vækst være lille, hvilket betyder at væksten skal ske ved at tage markedsandele fra konkurrenterne. Da det samlede marked vurderes til at stige i gennemsnit med 9 % om året, giver det Pandora store muligheder for at øge omsætningsvæksten.

Pandora har valgt at lave en forretningsstrategi der fokuserer på luksussmykker til en pris der kan betales. Det passer godt til de nuværende trends og det vurderes, at det er muligt for Pandora at tage markedsandele fra deres konkurrenter, hvilke vil være med til at øge væksten i selskabet.

6.7.4 Trusler

Pandora er meget påvirket af ændringer af trends i markedet og har bygget deres virksomhedsmodel op omkring kundernes fokus på kvalitet, mulighed at udtrykke sig individuel og at kvalitet samt pris skal hænge sammen. Hvis kundernes opfattelse eller præferencer skulle gå hen og ændre sig, vil det påvirke Pandora negativt. Ligeledes er de 75 % af omsætningen forbundet med salg af Charms og vil ligeledes blive påvirket negativt ved ændret efterspørgsel.

Den høje grad af rivalisering i branchen på modne markeder, amerikanske og europæiske marked, gør at det fremadrettet, vil blive dyrere for Pandora at øge omsætningen på disse markeder. Ligeledes vil tendensen til øget konsolidering af mindre mærker, medføre at det vil blive svære for Pandora at øge omsætningen.

Protektionisme er i øjeblikket et politisk emne på mange markeder, landenes regeringer vil beskytte produktionen i hjemlandet. Den hurtige løsning vil være at påvirke importen af udenlandske produkter ved at opsætte handelshindringer, eller give fordele ved at producere på det lokale marked. Da Pandora har valgt at samle deres produktion i Thailand vil dette have en stor indflydelse på indtjeningsniveauet.

Det engelske marked er vigtigt for Pandora, da det udgør et af de større enkelt markeder for virksomheden. Ved afstemningen om Brexit er udviklingen på dette marked meget usikkert og det er ikke muligt at forudsige, hvordan dette kommer til at påvirke det fremtidige salg. Dette er med til at øge usikkerheden for Pandora og vil medføre en mindre værdi af selskabet.

7 Regnskabsanalyse

Dette afsnit er en analyse af den historiske udvikling af Pandora, og vil blive foretaget ved at analysere virksomhedens finansielle værdidrivere. På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil det være muligt at kunne budgettere Pandoras fremtidige udvikling. Der vil blive analyseret på årene 2011-2015, da det vurderes at denne tidshorisont er lang nok til at give et indblik af udviklingen, dette svarer til de år Pandora har været børsnoteret.

7.1 Regnskabs kvalitet

Pandoras årsrapport er udarbejdet i overensstemmelse med Internationale Financial Reporting Standards (IFRS), der er tilføjet oplysningskrav jf. årsrapporten for børsnoteret selskaber. Det som er interessant i forhold til analysen er, om der har været ændringer regnskabspraksis i løbet af årene.

Pandora aflægger koncernregnskab, hvor alle datterselskaber er fuld ud indregnet på erhvervelses tidspunktet (tidspunktet hvor de opnår bestemmende indflydelse). Der aflægges regnskab i DKK, da det er moderselskabet funktionerende valuta. Datterselskabernes regnskab foregår i lokalvaluta og indregnes i koncernregnskabet i DKK.

Der er ikke foretaget ændringer i regnskabspraksis, som påvirker analysen væsentligt. Der hvor der er sket ændringer er måden, selskabet har udregnet nogle nøgletal, men da disse nøgletal ikke vil blive brugt, i denne analyse er det ikke væsentligt.

7.2 Benchmarking

Under analysen af Pandoras nøgletal er det vigtigt, at kunne sammenligne med deres konkurrenter, da det ellers ikke vil kunne vurderes på hvilke niveau selskabet præsterer. Vi har tidligere identificeret Pandoras største konkurrenter, som leverer produkter der er sammenlignelige. Derfor vil Pandoras nøgletal blive sammenlignet med Tiffanys & co. og Richemond. For derved at give et nuanceret billede.

Tiffanys & co. producerer smykker i samme kategori som Pandora og i den dyrere klasse af luksusprodukter, derudover producere de også accessoires og ure. Derfor vurderes det at disse to selskaber er meget sammenlignelige.

Richemond er et konglomerat, som indeholder en del forskellige produkter og omsætningen er fordelt: Jewellery maisons 54 %, Specialist Watchmakers 30% og Other businesses 16 %:

Det er desværre ikke muligt at udskille smykkedelen fra selskabets regnskab, hvilke udgøre en risiko for misfortolkninger, min vurdering er, at selskaberne stadig er sammenlignelige, da smykker og ure udgør 97 %, fordelt med smykker 71 % og Ure 26%.

For at kunne sammenligne selskaberne er begge reformuleret og sammenligningen er udarbejdet på baggrund af denne reformulering⁸⁶.

7.3 Reformulering af årsrapport

En reformulering af årsrapporten betyder, at man opdeler regnskabet i drift og finansielle poster. Dette er vigtigt, da det er driften som jeg ønsker at analysere. Det er også driften der gør Pandora speciel i forhold til sine konkurrenter. Måden selskabet er finansieret på, er et spørgsmål om hvordan fordelingen er mellem lån og egenkapital.

⁸⁶ Bilag 3 & 4

Pandoras årsrapport reformuleres⁸⁷ historisk i egenkapitalen, balancen, resultatopgørslen og pengestrømme. Reformuleringen af egenkapitalen er normalt udført for at finde dirty surplus, som er bevægelser i egenkapitalen der ikke bliver bogført på resultatopgørslen, altså reguleringer der kun påvirker ejerne. Efter denne reformulering af egenkapitalen vil det derfor være muligt af udlede virksomhedens totalindkomst. Efter indførelsen af IAS 1.10 som beskriver kravet om at totalindkomsten præsenteres i Pandoras Regnskab⁸⁸, er det ikke længere nødvendigt at lave denne del. Derfor vil der i denne opgave bliver lavet en reformulering af de 3 andre områder.

7.3.1 Reformulering af resultatopgørslen

Resultatopgørslen vil blive reformuleret. Formålet med dette er, at dele resultatopgørslen op i drift og finansielle aktiviteter. Det er vigtigt at hver post bliver klassificeret korrekt, da det ellers vil give et misvisende billede af driften.

Pandora har klassificeret deres poster med værdiansættelse før øje, dette kan ses ud fra, at i alle driftsposter i totalindkomster, er der lagt vægt på om de stammer fra driften eller finansielle aktiver. Derfor giver det ikke grund til at præsentere andre poster en dem under dirty surplus. Disse poster er reguleringer af værdien af sikringsinstrumenter og datterselskaber. Da dette høre med til en del af driften, er disse poster også klarificeret herunder.

Skattebetalingen skal også deles op for at få et retvisende billede af hvad der er skatteskjold og hvad den reelle skat på driften skulle være. Her er der brugt bottom up metoden til allokering af skatterne⁸⁹. Modellen går ud på at finde skatteskjoldet fra rentebetalinger på gælden og tillægge denne til skattebetalingen på driften. Der er taget højde for den skiftende skattesats over årene.

7.3.2 Reformulering af balancen

Igen reformulere vi balancen for at opdele den i drift og finansielle aktiver/passiver og klassificeres under netto drift aktiver (NDA) og netto drift forpligtelser (NFF). Her er det ligeledes vigtigt at posterne bliver klassificeres korrekt da analysen ellers vil give et misvisende billede. Herunder vil der blive beskrevet enkelte poster, hvor det ikke direkte fremgår at navnet om de er under NDA eller NFF.

7.3.3 Finansielle instrumenter

Denne post fremgår under passiver og aktiver, begge poste er sikring af råmaterialer og valutarisiko og hører derfor til en del af driften.

⁸⁷ Bilag 1 & 2

⁸⁸ Deloitte (1)

⁸⁹ Sørensen, Ole (2012) S.201

7.3.4 Skatte poster

Udskudte skatter aktiver/forpligtelser er klassificeres som en drift post. Denne opstår som følge af midlertidige forskelle i skatteberegningen. Da dette stammer fra driften i regnskabets note 2.5, er de derved klassificeret som drift poster⁹⁰.

7.3.5 Andre tilgodehavender

Denne post er ikke nærmere beskrevet i form af noter, men da det er et tilgodehavende må der ligge en ydelse bag ved. Derfor klassificeres denne post som driftaktiv.

7.3.6 Likvider

Pandora informerer i note 4.3⁹¹ at denne likviditets post er rentebærende, derfor er denne post blevet klassificeret som et finansielt aktiv. En del af disse likvider skal bruges til at finansiere den daglige drift. Det kan ofte være svært at identificere hvor stort et beløb der skal allokere til driften, Ole Sørensen fortæller at der ofte bruges ½ - 1 Procent af omsætningen⁹². Dette tager dog ikke højde for hvilke brancher der arbejdes med og beløbet vil ca. udgøre et sted mellem 75-150 mio. Derfor har jeg valgt at tage 1 % af omsætningen til driften og resten til den finansielle del. Fordelingen kan ses i den nedenstående tabel 10.

Tabel 10 Likviditets fordeling⁹³

År	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Omsætning	16737	11942	9010	6652	6658	6666
Likvider	889	1131	686	341	176	1224
Drift LIQ	167,37	119,42	90,1	66,52	66,58	66,66
Finanserings LIQ	721,63	1011,58	595,9	274,48	109,42	1157,34

7.3.7 Hensatte forpligtelser (kort/lang)

Disse poster indeholder hensættelser til returnering af vare og garantiomkostninger, samt omkostninger til fraflyttede lokaler⁹⁴. Da dette er en del af driften er den også allokere til driften.

7.3.8 Anden Gæld (kort/lang)

Pandora beskriver ikke direkte hvad posterne anden gæld indeholder, men anden gæld fra 2014 er beskrevet i note 4.4 som anden ikke finansiell gæld. Derfor er denne post medregnet under driften.

⁹⁰ Pandora årsrapport (2015) S. 91 note 2.5 selskabsskat

⁹¹ Pandora årsrapport (2015) S. 105 note 4.3 Rentebærende Gæld

⁹² Sørensen, Ole (2012) S.182

⁹³ Bilag 2, samt Pandoras Årsrapport S.104

⁹⁴ Pandora årsrapport (2015) S. 105 note 3.5 hensatte forpligtelser

7.3.9 Reformulering af pengestrømsopgørslen

Dette er en vigtig del af analysen da det vurderes om virksomheden har nok likvide midler til fortsat drift, samtidig er det også vigtigt da vi senere skal lave et budget med fokus på de fremtidige pengestrømme. Ved en reformulering findes derfor de pengestrømme der genereres fra driften, også kaldet det frie cash flow (FCF). Det vil sige at vi tager det samlede cash flow C og minusser de cash flow til og fra investorerne I . Denne formel $C-I$ er det samme som at tage drift overskuddet og fratrække ændringerne i NDA, som er de midler man har investeret.

Da vi allerede har reformuleret vores balance og resultatopgørslen behøver vi ikke at lave en pengestrømsopgørelse⁹⁵.

7.4 Rentabilitetsanalyse

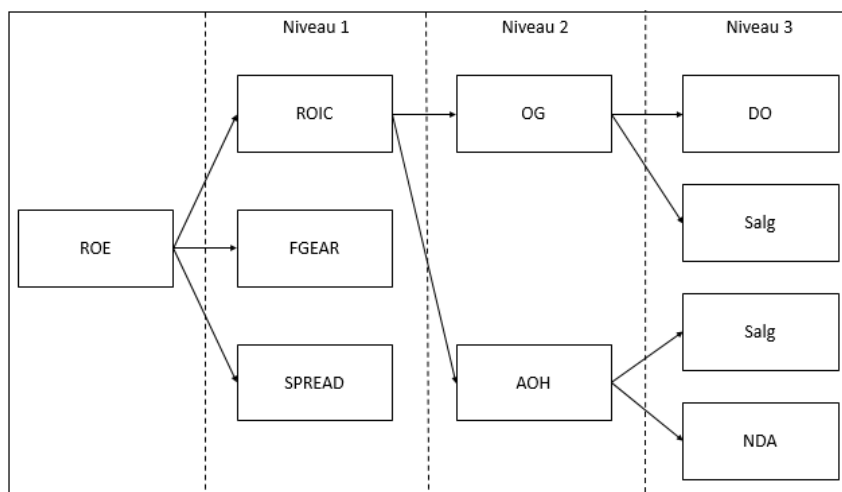
I dette afsnit vil Pandoras historiske rentabilitet blive analyseret, afsnittet vil analysere hvordan virksomheden har præsteret. Dette skal sammen med den strategiske analyse danne grundlag for værdiansættelsen, hvor denne analyse viser hvordan virksomheden er kommet til det nuværende resultat og danner grundlaget for hvilke niveau budgettet starter på.

Analysen er delt op i tre områder. Første del er en analyse af driften, her vil der blive analyseret på hvordan omsætningen har udviklet sig over tid og hvordan omkostningerne er fordelt i forhold til omsætningen. Den anden analyse viser hvor effektive Pandora har været til at forrente deres aktiver. Den sidste analyse vil vise hvordan fremmedkapitalen har udviklet sig og hvordan den er blevet forrentet.

Strukturen for denne analyse er lavet ud fra den anerkendte DuPont model⁹⁶ som er illustreret neden under.

⁹⁵ Sørensen, Ole (2012) S.231

⁹⁶ Sørensen, Ole (2012) S.253-273



7.4.1 Omsætningen

Efter børsnoteringen i 2010, blev Pandora ramt af stigninger i råvarepriser, disse stigninger sendte de videre til kunderne ved at hæve prisen på deres produkter. Som tidligere beskrevet gjorde dette at afsætningen gik i stå og medførte et lille fald i omsætningen. Ved omlægning af strategien formåede de i årene 2012 -2015 at forøge omsætningen med 35,4% til 40,2% om året.

Hvis vi sammenligner Pandora med deres konkurrenter, er Pandoras omsætning meget mindre. Konkurrenterne er modne selskaber, der omsætter for 0,5-4 gange mere end Pandora. I tabel 11 er konkurrenterne omsætning omregnet til DKK fra USD / EUR. Det kan også ses at konkurrenternes omsætningsvækst er meget mindre end Pandoras.

Tabel 11 Omsætning

Omsætningen	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	16737	11942	9010	6652	6658	6666
Ændring i %	40,15%	32,54%	35,45%	-0,09%	-0,12%	-
Richmond	82516	77555	74671	75618	66067	0
Ændring i %	6,40%	3,86%	-1,25%	14,46%	-	-
Tiffany's & Co	26682	27624	26202	-	-	-
Ændring i %	-3,41%	5,43%	-	-	-	-

7.4.2 Marginaler

Der vil i dette afsnit blive set på hvordan Pandora overskuds marginaler har udviklet sig og deres niveau vil blive sammenlignet med deres konkurrenter.

Det ses af tabel 12 at Pandora har markant højere marginaler end deres konkurrenter, hvilket er et udtryk for at de er bedre til at minimere deres omkostninger gennem hele processen. Det kan ses af brutto

marginalen i 2015 er den samme som i 2011, hvor perioden imellem har været lidt faldene. I forhold til deres konkurrenter er marginalen ca. 10 % bedre og betyder at deres produktion er mere effektiv, eller at PANDORA er skarpere i deres prisfastsættelse, hvilket eventuelt er drevet af et stærkere brand. Det samme ses ved EBITDA marginalen. Denne viser, at Pandora har forbedret deres marginal i forhold til deres konkurrenter. Forskellen var i 2013 13,71 procentpoint og i 2015 16,19 procentpoint.

Tabel 12 Sammenligning af Marginaler

Brutto Marginal	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	72,85%	70,53%	66,58%	66,58%	72,99%	70,88%
Richmond	64,27%	66,05%	64,76%	64,23%	63,72%	0,00%
Tiffanys & Co	60,69%	59,70%	58,06%	0,00%	0,00%	0,00%
EBITDA	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	34,74%	34,10%	29,76%	22,17%	30,91%	36,24%
Richmond	18,61%	23,40%	24,21%	23,90%	23,09%	0,00%
Tiffanys & Co	18,49%	18,83%	7,88%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultat	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	24,10%	27,22%	24,12%	18,02%	27,02%	29,95%
Richmond	15,27%	17,61%	20,25%	20,14%	19,45%	0,00%
Tiffanys & Co	12,21%	12,51%	5,66%	0,00%	0,00%	0,00%

Dette betyder at Pandora på nuværende tidspunkt er væsentligt bedre drevet en deres konkurrenter. Der skal tages højde for at Pandora er en virksomhed i vækst og ikke er i det samme stadie som deres konkurrenter. Dette kan betyde at marginalerne hos Pandora kan bevæge sig, over tide, mod konkurrenter marginaler.

7.4.3 Aktivernes udvikling

I afsnitte vil jeg analysere hvordan udviklingen i Pandoras aktiver har været i forhold til udvikling i omsætningen. Dette er en vigtig analyse, da det viser hvor god Pandora er til at forrente deres aktiver og deri hvor effektiv virksomheden er til at bruge deres aktiver.

Tallet beskriver hvor mange aktiver virksomheden skal bruge for en enheds omsætningen. Pandora har siden 2010 forbedret deres brug af aktiver, de har gået fra at skulle anvende 0,81 DKK i aktiver for at generere DKK 1 omsætning, til at skulle bruge 0,46 pr. DKK omsætning. Dette er næsten en halvering af aktivets forbrug, hvilke kan ses i tabel 13. En af grundene til dette, er at de er begyndt at udnytte der produktionsapparat fuldt ud og derved minimere omkostningen pr. enhed.

En anden årsag er at de er blevet bedre til at minimere krediter over for kunderne og maximere kreditterne hos leverandørerne. Tidligere har de givet langt større krediter til kunderne en de har modtaget hos leverandørerne, denne post udligner hinanden i 2015.

Tabel 13 Aktivernes omsætnings hastighed

AOH	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	0,46	0,49	0,64	0,88	0,84	0,81
Richmond	1,25	1,33	1,02	0,87	0,77	-
Tiffanys & Co	0,77	0,76	0,84	-	-	-

7.4.4 Forrentning af investeret kapital og egenkapital

Forskellen mellem forrentningen af den investerede kapital og forrentningen af egenkapitalen, er det som fremmedkapitalen bidrager med. Derfor ser vi først på den investerede kapital og derefter ser vi på egenkapitalen. Der analyseres på hvad fremmedkapitalen bidrager med og derved også hvilken kapitalstruktur Pandora har haft. Dette bliver sammenlignet med konkurrenterne, for at se hvordan de præsterer i forhold til Pandora.

Når jeg ser på forrentning af den investerede kapital, kan det ses at Pandora har haft en faldende forrentning fra 37,04% i 2010 til 20,57% i 2012. Derefter er forrentningen steget til 52,39 % i 2015. Denne forrentning er ca. 3,5 gange så høj som deres konkurrenters. Dette skyldes Pandoras evne til at bruge mindre kapital, samt opnå bedre marginaler end deres konkurrenter.

Tabel 14 Forrentning af investeret kapital

Forrentning af investeret kapital	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	52,39%	55,94%	37,62%	20,57%	32,21%	37,04%
Richmond	12,25%	13,29%	19,88%	23,08%	25,39%	-
Tiffanys & Co	15,93%	16,43%	6,78%	-	-	-

I tabel 15 ser vi hvordan deres forrentning af egenkapitalen har været, det ses at der sker den sammen udvikling som under den investerede kapital. Her er deres konkurrenter ligeledes ringere til at forrente denne kapital.

Tabel 15 Egenkapitalens forrentning

Forrentning af Egenkapitale	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	65,69%	46,23%	33,63%	19,86%	33,25%	46,27%
Richmond	11,24%	12,71%	16,98%	20,01%	20,15%	-
Tiffanys & Co	17,12%	18,65%	8,35%	-	-	-

Forskellen på denne forrentning er hvad fremmedkapitalen bidrager med, derfor er der i de nedenstående tabeller 16 og 17 set på forskelle. Det kan ses at fremmedkapitals forrentningen hos Pandora har været negativ i årene 2012-2014 og derefter bidrager den med 13% i 2015. I denne sammenligning har Richemond en faldende negativ forrentning og Tiffanys har en lille positiv forrentning.

For at se hvordan dette kan være, må vi se på deres kapitalstruktur. Denne effekt kaldes også gearings effekten.

Tabel 16 Fremmedkapital forrentning

Fremmedkapital	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	13,30%	-9,70%	-3,99%	-0,71%	1,04%	9,23%
Richmond	-1,01%	-0,58%	-2,90%	-3,07%	-5,24%	-
Tiffanys & Co	1,18%	2,22%	1,58%	-	-	-

Deres gearing er vist i Tabel 17, hvor det kan ses at Pandora har haft en negativ gearing i år 2012-2014. Denne negative gæld har derfor påvirket resultatet i negativ retning. Dette kaldes død kapital, da det er et aktiv som ikke bliver forrentet. Denne effekt har derimod bidraget positivt med 13,3% i 2015. Hvis vi ser på Pandoras konkurrenter, ser vi at Richmond har haft en negativ gearing, som også har påvirket regnskabet negativt gennem hele perioden. Tiffanys har derimod en gearing som bidrager positivt med en ekstra gevinst mellem 1,18-2,22 %.

Tabel 17 Kapital struktur

Kapital struktur	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pandora	25,40%	-17,35%	-10,60%	-3,46%	3,23%	24,89%
Richmond	-8,25%	-4,33%	-14,61%	-13,29%	-20,66%	-
Tiffanys & Co	7,42%	13,51%	23,28%	17,35%	-	-

7.5 Del konklusion

Der er sket en stor ændring i Pandora i de sidste fem år. Efter at have haft en krise i perioden 2010 til 2012, med stagneret omsætning og faldene forrentning til egenkapitalen. Er der siden 2013 sket en stigning i forrentningen med ca. 46 %. Ved at optage gæld i 2015 og derved geare virksomheden, er det lykket Pandora at give et yderligere 13% afkast. Denne stigning er sket ved at øge deres omsætning samtidig med at de har holdt aktiverne og omkostninger nede. Der er en negativ effekt i forrentningen af den investerede kapital, mellem år 2014-2015 på 3,55 %.

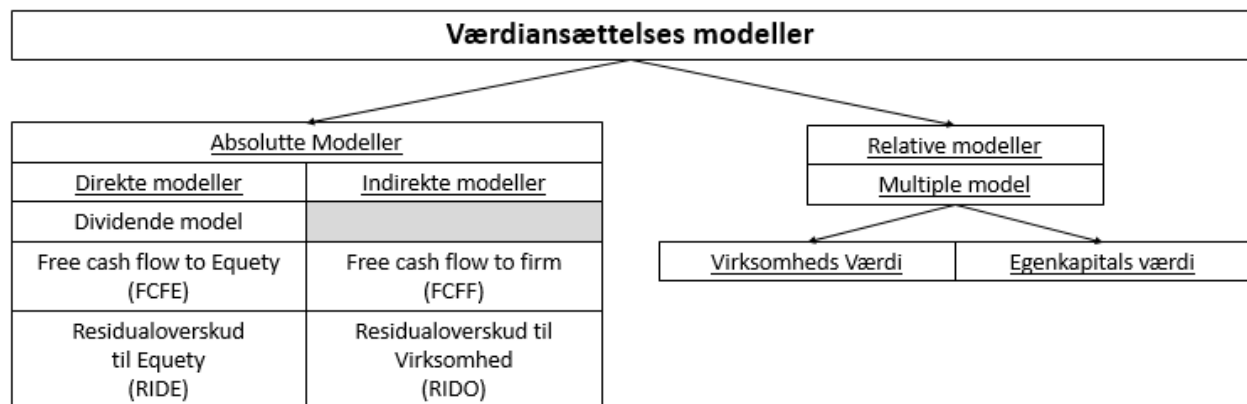
Denne udvikling skal der holdes øje med i fremtiden, da en øget forrentning af egenkapitalen, forårsaget af større gearing, men dårligere forrentning af den investerede kapital øger Pandoras risiko. Hvis denne risiko bliver for stor, modvirkes det af en højere forventning til forrentningen. Pandora præsterer på alle områderne bedre end deres konkurrenter dette udmunder sig også i en 3,8 højere forrentning.

8 Værdiansættelsesmodeller

Jeg vil i dette afsnit blive redegjort for de forskellige modeller og metoder. Der udover vil der blive analyseret på hvilke modeller der passer bedst til at værdiansætte Pandora.

For at give et overblik over de modeller der bliver anvendt er nedenstående figur 24 lavet. Denne figur beskriver de modeller der forudsætter Going concern, altså at virksomheden vi fortsætte sin drift, minimum 1 år i fremtiden. Der vil ikke blive analyseret på likvidations modeller, da der ikke er nogen tegn på at Pandora ikke vil fortsætte sin drift. Der vil heller ikke blive analyseret på options modeller da jeg ikke finder det relevant.

Derfor kan modellerne opdeles i relative modeller og absolutte modeller. Disse modeller vi herefter bliver diskuteret individuelt og derefter tages der stilling til hvilke modeller der giver den mest præcise værdiansættelse af Pandora.



Figur 24 Egen tilskrivning⁹⁷

8.1 Relative modeller

Denne model tager udgang punkt i andre sammenlignelige selskaber og sammenligner ud fra multipler hvad prisen på selskabet er værd. Dette er en hurtig og ikke resursekrævende model, men fungere kun hvis de sammenlignelige selskaber er identiske og bliver handlet på et likvidt marked. Da det nærmest er umuligt at finde et selskab der er identisk i drift og finansielle struktur, altså har den samme risiko, omgås dette ved at tager flere selskaber og udregne et gennemsnit (Peer Group). Derved udlignes forskellen og man får det bedst mulige estimat på værdien af selskabet.

De multipler der bruges kan deles op i to grupper, værdiansætter egenkapitalen og værdiansætter af selskabet.

⁹⁷ Sørensen, Ole (2012) S.25 - 40

Egenkapital multipler: Er de multipler der sammenligner egenkapital i forhold til poster på resultatopgørslen eller balancen. Dette kan være P/E og P/B værdier.

Selskabs værdimultipler: Er dem der tager værdien af hele selskabet i forhold til poster på resultatopgørslen eller balancen. Dette kan være virksomhedens værdi / overskud af primær drift, virksomhedens værdi/ EBITDA.

Ved at bruge denne model forudsætter det derfor, at de investorer der er i markedet handler rationelt, under forudsætningen af loven om en pris. Denne model har fordelene ved at være hurtig og ikke så resursekrævende at anvende, men resultatet afhænger af hvor god ens peer groupe er.

8.2 Absolutte Modeller

Disse modeller bygger på en nutidsværdi betragtning af det fremtidige cash flow. Der skal derfor opstilles et budget for den fremtidige udvikling i selskabet og efterfølgende en terminalperiode.

Direkte modeller:

Modellerne kan deles op i FCFE og RIDE og går ud på at værdiansætte egenkapitalens værdi. Dette gøres ved at lave et budget, som indeholder driften og ændringer i kapitalstrukturen.

FCFE beregnes ud fra drift overskuddet efter omkostninger. Den bliver tilbagediskonteret med ejernes afkastkrav. RIDE beregner det forventede overskud i forhold til ejernes afkast krav (CAPM). Derefter fratrækkes det forventede afkast fra det aktuelle og det tilbageværende, kaldes Free cash flow, bliver tilbage diskonteret og derefter tilføjet den bogførte værdi af EK.

FCFE Modellen ser derfor sådan ud⁹⁸:

$$FCFE = \underbrace{\sum_{k=1}^T \left(\frac{dt}{(1 + re)^t} \right)}_{\text{Budgetperiode}} + \underbrace{\left(\frac{d(t+1)}{(re - g)(1 + Re)^t} \right)}_{\text{Terminalperiode}}$$

RIDE modellen ser derfor sådan ud⁹⁹:

⁹⁸ Sørensen, Ole (2012) S.36+41-43

⁹⁹ Sørensen, Ole (2012) S.36+42

$$RIDE = EK + \overbrace{\sum_{k=1}^T \left(\frac{RI(t)}{(1+r(e))^t} \right)}^{\text{Budgetperiode}} + \overbrace{\left(\frac{RI(t+1)}{(r(e)-g)(1+R(e))^T} \right)}^{\text{Terminalperiode}}$$

Indirekte modeller:

Disse modeller kan deles op i FCFF og RIDO og går ud på at værdiansætte virksomhedens værdi, ved at udarbejde et budget og terminal periode på driften. Det frie cash flow er drift overskuddet minus den investerede kapital. RIDO er drift overskud minus det forventede afkast til virksomheden. Med andre ord værdiansætter RIDO det overnormale afkast i forhold til det forventede afkast. Dette bliver tilbage diskonteret med WACC da det er virksomhedens værdi der findes.

FCFF modellen ser sådan ud¹⁰⁰:

$$FCFF = \underbrace{\sum_{k=1}^T \left(\frac{FCF(t)}{(1+r(WACC))^t} \right) + \left(\frac{FCF(t+1)}{(r(WACC)-g)(1+R(WACC))^T} \right)}_{\text{Virksomhed værdi}} - NFF(0)$$

RIDO modellen ser sådan ud¹⁰¹:

$$RIDO = NDA(0) \underbrace{\sum_{k=1}^T \left(\frac{RIDO(t)}{(1+r(WACC))^t} \right) + \left(\frac{RIDO(t+1)}{(r(WACC)-g)(1+R(WACC))^T} \right)}_{\text{Virksomhed værdi}} - NFF(0)$$

¹⁰⁰ Sørensen, Ole (2012) S.36+42-43

¹⁰¹ Sørensen, Ole (2012) S.36+45-46

8.3 Terminalperiodens vækst

I terminal perioden gør modellerne brug af Gordons growth model¹⁰². Denne model bygger på, at virksomheden ikke har nogen udløbsperiode og at der er en konstant vækst i markedet. Modellen bliver anvendt ved at fratrække denne væksthastighed g fra WACC og derved får et større værdi ved en højere faktor. Denne model har nogle begrænsninger, hvis $g \geq WACC$ er det ikke muligt at bruge modellen. Da det så ikke er muligt at diskontere dette. Hvis væksten i terminalperioden overstiger g vil virksomheden værdi på sigt overstige markedets værdi.

I den indledende analyse fandt vi at væksten på markederne på sigt ville falde til en forrentning på mellem 1,5 - 2 % og derfor vil jeg anvende 1,5 % som væksthastighed i terminalperioden.

8.4 Valg af model

Hvilke af disse modeller giver den bedste vurdering af værdien af Pandora. Som tidligere beskrevet vil der ikke være forskel på om der bruger FCFF eller RIDO, hvis der er sammen forudsætninger i budgettet og terminalperioden. Det samme gælder ligeledes for FCFF og RIDE. Derfor skal vi se på hvordan Pandora fastsætter deres kapitalstruktur og diskonteringsrente.

8.4.1 Kapitalstruktur.

I regnskabsanalysen så vi på Pandoras gearing der viste sig at var meget svingende. Dette gør det sværere at estimere kapitalstrukturen i fremtiden og gør de direkte modeller mindre gode at bruge. Der fortælles også at kapitalstrukturen skal være mellem 0 -1 i forholdet nettogæld divideret EBITDA. Dette gør, at selskabet ikke vil have en større gæld end deres resultat før skat og afskrivninger. Denne kommer til at afhænge af hvor meget af driftsresultatet de udlodder i udbytte. Pandora oplyser, at de vil udbetale en stigende nominelt årligt udbytte pr. aktie, men fortæller ikke hvor meget¹⁰³. Der udover vil de anvende dele af overskuddet til at opkøbe aktier, indtil Pandora ejer egne aktier, svarende til 10 % af aktiekapitalen.

8.4.2 Diskonteringsrenten.

Som tidligere beskrevet skal der enten bruges WACC eller Ejernes afkast krav (A_R). Da WACC består af forholdet mellem A_R og kapitalstrukturen, er det vigtigt at have en stabil kapitalstruktur. Det er ikke muligt at estimere Pandoras fremmedkapitals rente, da der er en positiv fremmedkapital fra 2011- 2015. Derfor skal denne estimeres ud fra deres risiko.

¹⁰² Sørensen, Ole (2012) S.38

¹⁰³ Pandora Årsrapport (2015) S. 54

8.4.3 Dividende modellen

Pandora har ikke en historisk og fremtidig fastlagt dividende strategi, samtidig med at der mangler viden om fremtidige investeringer. Derfor vil brugen af denne model til værdiansættelse af Pandora være forbundet med stor usikkerhed, at resultatet ikke vil være retvisende.

8.5 Multipel Model

Denne model er mindre tidkrævende og giver et resultat som beskriver hvordan markedet vil værdiansætte lignede selskaber. Da modellen ikke bygger på de sammen forudsætninger som de absolutte modeller, kan den være god til at validere den værdiansættelse som er estimeret i de absolutte modeller.

8.6 Delkonklusion

Pandora er et selskab der gennemgår stor udvikling, og derfor er det svært at vurdere kapitalstrukturen over en lang årrække. Jeg finder det uhensigtsmæssigt at benytte de direkte modeller, da kapitalstruktur er vigtig at kunne estimere. Derfor har jeg valgt at bruge de indirekte modeller. Disse modeller estimerer selskabets værdi ud fra driften. For at validere værdiansættelsen vil den blive suppleret med en multiple analyse. Det er min vurdering, at dette giver det bedste resultat.

9 Budget

I FCFF modellen bruges der et budget og en terminalperiode. Derfor vil der i dette afsnit blive beskrevet hvordan udviklingen er i budgettet. Der blev i de tidligere afsnit gennemgået regnskabet og analyser på hvordan driften udviklet sig. Der tages udgangspunkt i resultatopgørslen og balancen for 2015, dog skal der tilføjes de 2 første kvartaler af 2016.

Da vi allerede har tallene for det første halvår af 2016 vil budgetter for anden halvdel af 2016 blive budgetteret i et tal. Det kan ses ud fra tidligere års sammenligning, at første halvår mod andet halvår udgøre ca. 42% af omsætningen. Der er tages højde for dette i estimatet af det samlede resultat for 2016.

Ved bestemmelse af budgetperioden, er det vigtigt at fastlægge den optimale periode. Budgetperioden skal tage højde for væksten i Pandora, men skal samtidig ikke være unødigt lang. Årsagen til dette er at, desto længere perioden bliver, desto mere usandsynlig bliver udfaldet. Der skal indregnes de forudsigelige vækstrater, som til sidst skal passe til væksten i terminalperioden.

I dette tilfælde er der valgt en 10-årig budgetperiode, da det ser ud til, at Pandora vil have høj vækst i de næste 5 år. Derefter vil væksten langsom falde mod væksten i terminalperiode, dette vurderes ud fra

den potentielle vækst på de analyserede markeder. Herefter vil udviklingen i budgettet blive beskrevet. Budgettet kan ses i bilag 3.

9.1 Resultatopgørslen

Det ses i analyse af Pandora, at der er forskellige vækstrater i de tre regioner, derfor er omsætningen opdelt derefter. Det har ikke været muligt at opdele produktionsomkostningerne og holdes derfor som en samlet gruppe. Salg- og distributionsomkostninger har deres egen gruppe da det er muligt at identificere markedsføring omkostninger for sig selv.

9.1.1 Omsætning

Da udviklingen i omsætningen er forskellige i de tre regioner, er budgettet også opdelt, i et forsøg på at tage højde for dette. Nedenfor er der beskrevet, hvordan udviklingen forløber og det vil blive begrundet i forhold til vores strategiske- og regnskabsanalyse.

De generelle årsager til at Pandora kan skabe vækst på alle markederne skal findes i deres vision og strategi, de har ramt et segment der er meget efterspurgt i de nuværende trends og de har et internationalt kendt Brand. Derfor er det muligt for Pandora at øge omsætningen, ved at tage andele fra de eksisterende konkurrenter og samtidig erobre en del af væksten i markedet. Da Pandora har en markedsandel på ca. 1 % og der er tale om monopolistisk konkurrence, hvor Pandora er en af de større spillere.

Pandora har i de senest år forsøgt at styrke deres brand ved at omlægge salget fra Shops-in- shops og 3 mands distributionskanaler. Dette har to virkninger, forbedre kundens oplevelse og giver et større overskud. Pandora vil opkøbe distributionsrettigheder og minimere salgsstederne af Shops-in- shops og samtidig åbne nye branded butikker. Pandora planlægger at åbne 200-300 butikker i årene 2016-2018, hvilket vil medføre en omsætningsstigning. Pandora beskriver at det internationale marked stiger med 9 % om året og der sker et skift i kundernes efterspørgsel, så efterspørgslen af branded produkter vil stige fra 20 % af markedet i 2011 til 40% af markedet i 2020.

Pandoras salg består hovedsageligt af charms, men det vurderes at deres nye kategorier, ørering, ringe og halskæder har større vækstrater end Charms på etablerede markeder. Disse nye produkter vil være med til at give Pandora et mere allround produktsortiment, som kan medføre mere loyale kunder og samtidig give Pandora en mulighed for højere vækstrater.

Den Nord- og Sydamerikanske region er inddelt i en række lande, hvor det canadiske og amerikanske marked står for ca. 78 % af omsætningen. De andre lande har maksimum 12% af omsætningen. Derfor er det hovedsaglig Nordamerika der har indflydelse på omsætningen.

Det amerikanske marked er et modent marked. Dette betyder, at der ikke er så store vækstrater på markedet. Der er flere årsager til dette, men hovedårsagen er den lave økonomiske udvikling målt ved BNP. Udviklingen er omkring 2 procent og prognosen viser et fald til 1,3%.

Den demografiske sammensætning af befolkningen, vil påvirke Pandoras målgruppe, positivt med 0,02 % om 5 år og 0,16 % om 10 år. Sammenholdt med markedets størrelsen er dette en meget beskedent tilvækst og vil ikke i sig selv påvirke omsætningen væsentligt.

Udviklingen i middelklassen har også været negativ og er faldet med 4 % af befolkningen siden 2001, udviklingen forventes at fortsætte i fremtiden. Dette betyder at målgruppen af kunder bliver mindre og vil minimere væksten.

Pandoras produkter og brand passer godt til den nuværende trend på markedet. Kunderne efterspørger et produkt hvor der er en højere grad af value for money og gives samtidig mulighed for at udtrykke deres personlige præferencer.

Da der ikke er den store vækst i markedet, vil måden at vækste på i det amerikanske marked være gennem at vinde kunder fra konkurrenter. Dette vil være muligt for Pandora at gøre, på grund af deres position på markedet. Derfor vil væksten halveres hvert år fra 32% i 2015 indtil den rammer 4% 2021.

På det EMEA segment er de største markeder Storbritannien, Rusland, Tyskland, Frankrig Italien, Spanien og Polen. De står for ca. 70% målt på antal butikker. Som på det amerikanske marked er udviklingen i økonomien også her lav og vil påvirke væksten på samme måde. Befolkningens sammensætning påvirker ligeledes Pandoras målgruppe negativt, men væksten i antal mennesker gør at målgruppen vil blive forøget med ca. 2 mio. mennesker over 5 år. Da Pandora har omkring 1 procent af markedet, er der ikke tale om en væsentligt forøgelse.

Som vi så det på det amerikanske marked, gør den nuværende trend at det er muligt for Pandora at tage markedsandele og derved øge deres omsætning.

Storbritannien er et af Pandoras største enkeltmarkeder og deres mulige udmelding af EU kan påvirke Pandoras omsætning i negativ retning. Det har skabt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske

udvikling og deres valutakursudvikling mod DKK. Valutakursen er den vigtigste del da vi så, at Pandora er let påvirkelig af valutakurssvingninger.

Det er min vurdering at det er muligt for Pandora at vækste på disse markeder, da der er mange af markederne hvor de ikke er særlig store. Specielt på det Italienske og spanske marked er der muligheder og derfor vil væksten lige som på det amerikanske marked gå fra en stigning i 2015 på % 42 til en halvering i 2016 og derefter 15% i 2017, indtil vi rammer en stigning på 4% i 2021.

På det Asia Pacific segment er det største marked for Pandora i Australien og derefter Kina. Det kinesiske marked har dog en meget større potentiale da det samlede smykkemarked er mange gange større end det australske.

Pandora fortæller at det australske og new zealandske markedet for smykker vil stige med 30% fra 2015 til 2018 og at dette over tid vil stabilisere sig på 3-5 %.

Der bliver også satset på det kinesiske marked gennem opkøb af 3 mands distributør. Pandora har i dag 67 butikker og vil åbne yderligere 21 butikker i 2016 og 25 butikker i 2017-2018. Det svarer til en stigning på 68,5 % over 3 år.

Udviklingen i den kinesiske økonomi er høj i forhold til resten af markederne, der vil være en vækst i BNP på 7 %, denne vil aftage over tid så den kommer ned på et niveau omkring 2,3-3,5 %.

Den største vækst fra Pandora vil komme fra udviklingen af middelklassen samt udviklingen i Pandoras målgruppe. Middelklassen vil gå fra at udgøre 68% i 2012 til 75% i 2022. Samtidig bliver den øvre del af middelklassen større og går fra at bruge 5% på luksusvare til 20% af deres indkomst.

Som vi har set på de andre markeder er den nuværende trend med til at gøre det muligt for Pandora at tage markedsandele fra deres konkurrenter og lanceringen af e-STORE vil påvirke salget positivt.

Omsætnings stigningen var på 58 % i 2015 og hvis udviklingen i 2016 fortsætter vil omsætningen stige med 50%. På grund af udviklingen i markedet og da Pandora er forholdsvis lille, vil vækstraterne være høje i en længere periode. Det amerikanske og europæiske marked rammer den generelle udvikling i 2020 og 2022. På Asia Pacific segmentet vil dette ske i 2024.

9.1.2 Markedsføringsomkostninger

Pandora har valgt at bruge flere penge på markedsføring, derfor er udgifterne steget med 40,2 % til 9,6% af omsætningen. Årsagen til dette er at Pandora vil forbedre brandet gennem markedsføring på

flere forskellige platforme. De vil i 2016 fortsat bruge 9,6% af omsætningen, det vil over tid gradvist falde til det tidligere niveau på 5,6 %, grundet stordriftsfordele.

9.1.3 Salg- og distributionsomkostninger

Udviklingen i omkostningerne er forbundet med omsætningen, således vil en øget omsætning også øge omkostningerne til salg- og distribution. Da distributionskanalen er ejet af Pandora på mange markeder og er forbundet med mange faste omkostninger, vil der være stordrift fordele. Derfor vil omkostningerne stige i takt med omsætningen.

9.1.4 Administrationsomkostninger

Størstedelen af denne post består af faste omkostninger. Udgifterne til ledelsen og andre stabsfunktioner, vil generelt ikke stige med omsætningen. Men vil marginalt være afhængig af størrelsen af selskabet.

Derfor er administrationsomkostninger sat til at være 50 % afhængige af omsætningen og 50% afhængige af væksten i antallet af nye butikker. Da Pandora fortæller at de vil åbne mellem 200-300 butikker i 2016-2018 er der taget et gennemsnit udregnet fra 200 og 300 butikker. Efter år 2018 vil udviklingen falde til et niveau på 3 % i terminalperioden. Udregning er lavet i tabel 18 og viser hvordan stigningen i administrationsomkostninger er beregnet.

Tabel 18 Administrationsomkostninger

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Butikker i alt	525	591	657	723	788	851	911	965	1014	1054
200 butikker	66	66	67	65	63	60	55	48	41	32
Vækst i %	12,57%	11,17%	10,20%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%
Butikker i alt	525	625	725	825	924	1016	1098	1164	1210	1234
300 butikker	100	100	100	99	92,4	81	66	47	24	12
Vækst i %	19%	16%	14%	12%	10%	8%	6%	4%	2%	1%
Gennemsnits vækst	16%	14%	12%	11%	9%	8%	6%	5%	3%	2%
Omsætnings vækst	21%	16%	11%	8%	6%	4%	4%	3%	3%	3%
Admin. vækst	19%	15%	12%	9%	7%	6%	5%	4%	3%	3%

9.1.5 Skatteprocent

Den effektive skatteprocent har ændret sig over årene, men de sidste 4 år har den ligget stabil på omkring 20 %. I år 2015 var denne skatteprocent derimod 31%. Denne stigning skyldes at der var indgået et forlig med Skat i Danmark, angående transferpricing som resulterede i en stor efterbetaling af skat. Hvis denne ikke tages med i beregningen var der en skatteprocent på 21%. Derfor indregnes der en effektiv skat på dette niveau.

9.2 Arbejdskapital

Den valgte model gør brug af overskuddet minus de investeringer der har været over året. Derfor er der analyseret på udviklingen i Pandora arbejdskapital og anlægskapital.

9.2.1 Varebeholdninger

Igennem de sidste par år har varebeholdningerne gået fra at udgøre 24% af omsætningen til ca. 14 %. Der findes ingen indikation af at denne skal forværres eller optimeres i de kommende år. Denne er derfor sat til 14% af omsætningen gennem hele perioden. Der har ikke været problemer med leveringer og derfor findes denne procent som værende rimelig. Hvis Pandora har et mindre lager, risikerer de at der ved stigninger i efterspørgslen vil blive forsinkelser på leverancerne.

9.2.2 Udskudt skatte aktiv

Posten indeholder forskellen mellem den regnskabsmæssige værdier og skattemæssige værdi. Denne post kan stige og falde forholdsvis meget ved ændringer i strukturen af virksomheden. Udskudt skatte aktiv er svært at vurdere. Derfor sættes denne til en gennemsnitlig del af omsætningen. Hvis Pandora ikke havde haft skattefordele i Thailand, kunne det overvejes om dette skulle tages fra EBITDA i stedet for omsætningen. I denne post indgår skatteberegningen for moderselskabet og derfor bliver den påvirket af den lave skat i Thailand.

Derfor hænger denne post sammen med omsætningen i selskabet. Hvis vi ser historisk på det, er den gået fra 2% til 5 % over årene og derfor anvender jeg et gennemsnit af disse tal. Posten indgår derfor med 3,22% af omsætningen og indregnes med 5% i 2016 og faldende over de næste to år før rammer de 3,22%

9.2.3 Tilgodehavender fra salg

Da denne post hænger sammen med hvor meget Pandora omsætter, er omsætningen det bedste sammenligningsgrundlag for denne post. Hvis vi ser på den historiske udvikling kan vi se, at den er gået fra 13% af omsætningen til 8 % af omsætningen. Denne udvikling vil ikke fortsætte, men derimod flade ud så år 2016 er det 7,9 %, 2017- 7,8 %, 2018- 7,8% og vil derefter være lineær.

9.2.4 Tilgodehavende skatter

Lige som udskudte skatte er denne post ikke nem at forudsige. Derfor har jeg taget et gennemsnit, som er 0,94076 % af omsætningen.

9.2.5 Andre tilgodehavender

Da Pandora ikke oplyser hvad denne post indeholder kan vi ikke gøre andet end at fortsætte den nuværende udvikling. Vi ved at det ikke er fra salg og vil formentlig være tale om gevinst på finansielle kontrakter. Da den kommer fra afdækning i markedet, afhænger den af prisen på råvare og hvor meget der bliver brugt. Derfor er den indirekte afhængig af omsætningen. Vi kan se at den over de sidste 6 år har et spænd på 2,66% til 8,11 % af omsætningen og på nær et enkelt år har den være stigende. Dette giver et gennemsnit på 5,73 % som anvendes.

9.2.6 Udskudt skatteforpligtelser

Posten indeholder forskellen mellem de regnskabsmæssige- og skattemæssige værdien. Denne post kan være forskellig og stige og falde forholdsvis meget ved ændringer in strukturen af virksomheden, ved f.eks. frasalg af aktiver som vil udløse skatter. Ud fra de oplysninger i Pandoras regnskab, vælges jeg at fastholde den samme omsætningen andel. Udviklingen har gået fra at udgøre 9% af omsætningen i 2011 til 2% i 2015, de 2% fastholdes i hele budget perioden.

9.2.7 Hensatte forpligtelser

Store dele af posten indeholder hensættelser til returnering af varer. Mængden af returware er afhængig af omsætningen og returwareprocenten. Derfor sættes den til at udgøre en del af omsætningen, og tages som et gennemsnit over de sidste tre år. Da denne periode er stabil. Dette giver en procent på 5,42%. Returwareprocenten er der ikke tilstrækkelige information til at vurdere, derfor sættes den statisk 5,42 % af omsætningen.

9.2.8 Leverandørgæld

Det se ud fra de historiske tal og analyse af leverandørernes forhandlingsevne er på et middel niveau. Derfor har det lykket Pandora at få deres leverandører til at finansiere dele af virksomheden ved at udskyde betalinger. Leverandørgælden er steget mere end omsætningen og derfor er vurderingen, at denne del kan forbedres eller fastholde det samme niveau. Derfor sættes den til det samme niveau i fremtiden 7,9%.

9.2.9 Skyldig selskabsskatter

Ligesom udskudte skatter er denne post ikke nem at forudsige, derfor er der taget et gennemsnit. Dette gennemsnit svarer til 2 % af omsætningen.

9.2.10 Anden gæld

Pandora har ikke specificeret anden gæld og derfor følger den omsætningen. Procenten af omsætningen er taget ud fra de sidste 3 år. Der har været store variation i de første 3 år derfor udelades de, gennemsnittet af de sidste 3 år er på 5,8 %.

9.3 Anlægs kapital

9.3.1 Immaterielle aktiver

Da Pandora følger IFRS standarder. Det ses i IAS 38, at immaterielle aktier, aktiveres ved erhvervelse og kun nedskrives, ved nedskrivnings test, som foretages en gang om året.

9.3.2 Goodwill

Der kan ikke indregnes oparbejdet goodwill og der skal laves nedskrivningstest årligt. Der er ingen informationer om at Pandora vil opkøbe i den nærmeste fremtid, derfor vil posten ikke stige i fremtiden. Da driften af selskabet går godt, med forholdsvis store vækstrater og nedskrivningstesten har ikke vist at goodwill skulle nedskrives de foregående år, beholdes det samme niveau over budgetperioden.

9.3.3 Brand

Pandora bruger Relief from Royalty metoden til at udregne Værdien af Brand¹⁰⁴. Metoden udregner de hypotetiske royalties som Pandora ville være villige til at betale, hvis ikke de ejede branded. Dette er altså en NPV metode hvor cash flow fra aktivet bliver tilbagediskonteret¹⁰⁵. Værdien af Pandoras Brand er formentligt steget over de sidste år, men denne værdi kan ikke indregnes på grund af IAS 38. Den skal ligeledes testes og nedskrives.

9.3.4 Distributionsnetværk

Denne post indeholder værdien at Pandoras relationer til deres distributører, primært i Nordamerika. Denne post udregnes ved de omkostninger Pandora selv undgår at have ved at bruge et 3 mands netværk. Posten afskrives over 15 år. Da det primært er erhvervet i 2008 og løber over 15 år er de fuldt afskrevet i 2023. Før dette bliver de afskrevet med 19 % om året. Da posten er 216 mio, som primære består af Nordamerika, vurderes det at Nordamerika står for 60% og resten er 40%. De 40 % afskrives over 15 år. Derfor vil 86,4 mio. bliver nedskrevet til 0 i år 2023 og de 129,6 mio. vil der ikke blive nedskrevet på.

¹⁰⁴ Pandora årsrapport (2015) S. 92

¹⁰⁵ PWC (1) S.6

9.3.5 Distributionsrettigheder

Pandoras rettighederne er inddelt i to grupper. På det amerikanske marked er distributionsrettigheder uopsigelige, derfor bruger Pandora residual-model, med en ubestemt levetid. Den resterende del er opsigelige og derfor bruges Multi-period Excess Earnings"-modellen. Begge modeller bygger på en tilbagediskontering af cash flow fra de forskellige netværk.

Da oplysningerne i regnskabet ikke tillader at vurdere den forventede brugstid, sættes det til samme beløb i hele perioden.

9.3.6 Andre immaterielle aktiver

Denne post består hovedsagelig af software samt nøglepenge. Nøglepenge er det Pandora betaler for overtagelse af et lejemål fra eksisterende lejre. Værdi vil kunne fås igen ved fraflytning af det givende lejemål. Da Pandora har valgt at fortsætte med at åbne nye branded butikker, vil udviklingen i denne post følge udviklingen i åbningen af nye branded butikker. Da der gennemsnitlig er åbnet 7 % flere butikker i kvartalet over de sidste 2 år, sættes vækstraten til 7%.

Tabel 19 Udviklingen i nye Butikker.

2016 Q2	2016Q1	2015Q3	2015Q2
1920	1852	1761	1554
0,04	0,05	0,13	0,14

9.3.7 Materielle aktiver

Posten indeholder grunde, bygninger, anlæg og maskiner, foruden aktiver under opførelse. Pandora planlægger at investere 1,8 mia. i produktionen i Thailand i perioden 2015-2019 og derfor stiger posten med 360 mio. pr. år til og med 2019. Derefter er der ingen planlagte investeringer. Efter 2019 er vurderingen at aktiverne skal vedligeholdes og derfor er investeringer og afskrivninger lige store.

9.3.8 Hensatte forpligtelser

Ligesom de kortsigtede hensatte forpligtelser, er det primært hensættelser til returvarer. Derfor følger denne post også udviklingen i omsætningen. Den gennemsnitlige del af omsætningen er 0,49%.

9.3.9 Anden gæld

Denne post er ikke nærmere specificeret og vil derfor være konstant over hele periode.

10 Værdiansættelse

I det foregående afsnit er der udarbejdet et budget. I dette afsnit vil de valgte modeller blive anvendt til at værdiansætte Pandora. For at kunne gøre dette skal diskonteringsfaktoren fastlægges. Under

modelvalg blev der valgt FCFF modellen, denne model bruger WACC¹⁰⁶ som diskonteringsfaktor. Herefter vil den blive brugt til at tilbagediskontere pengestrømmene fra budgettet og terminalperioden. Da vi ved ud fra teorien at modellen er følsom over for ændringer i WACC, vil der blive udarbejdes en følsomhedsanalyse af WACC'en.

Den fundne pris vil blive sammenlignet med en sekundær multipel analyse, der vil illustrere om aktiemarkedet værdiansætter disse pengestrømme anderledes.

10.1 WACC

Den vigtigste del af værdiansættelsen, er at estimere tilbagediskonterings renten. Den valgte model bruger WACC (Weighted Cost of Capital). Denne består af flere dele og vil blive gennemgået enkeltvis. Formlen for WACC ser sådan ud:

$$wacc = (Gælds\ andel * Lånerenten\ efter\ skat * (1 - Skatesats)) + (Egenkapitals\ andel * Ejernes\ afkast\ krav)$$

De efterfølgende afsnit vil analysere de enkelt komponenter af WACC og derefter blive sammensat i en WACC beregning.

10.1.1 Kapitalstruktur

For at beregne WACC er det nødvendigt at finde Pandoras kapitalstruktur, da denne definerer vægtningen af ejernes afkastkrav og renten af fremmedkapital. Forsimplet kan det siges at ejernes afkastkrav altid vil være højere en långivernes afkastkrav, da en långiver er foranstillet ved en eventuel konkurs. Strukturen påvirker derfor afkast kravet og derfor værdiansættelsen af Pandora og i sidste ende værdien af egenkapitalen. Derfor giver dette en problemstilling hvor den ene er afhængig af den anden og omvendt. For at løse denne tager vi udgangspunkt i den bogførte gearing og samtidig ser på om Pandora oplyser hvilke kapital struktur de vi have.

Vi kan se på de historiske tal, at de har været meget varieret over de sidste 5 år. De er gået fra at have positiv gæld, svarende til 13% af deres egenkapital til et lån på 3 % af egenkapitalen. Beregningen er lavet på baggrund af 2 års gennemsnitstal og kan give et misvisende resultat, da de i 2015 havde gæld for 1559 mio. og positiv gæld på 1220 mio. i 2014. Hvis vi ser på 2015 alene er der en gældsætning på 25 % og det vurderes at dette er mere retvisendes fremadrettet. Pandora oplyser også at deres kapitalstruktur fremadrettet vil være mellem 0-1 i forholdet mellem egenkapital og EBITDA. I 2015 var den 0,27, hvilket må anses for en lav gældsætning. Hvis vi på regnskabsanalysen, kan vi se at Pandoras

¹⁰⁶ Sørensen, Ole (2012) S. 35-38

konkurrenter har tilsvarende lave gearing og det må derfor anses, som normalt i branchen. Da Pandoras målsætning er at holde den mellem 0-1 af EBITDA vurderes det, at det mest retvisende er at tage middelværdien på 0,5. I 2015 ville dette svare til en gearing på $5814/0,5 = \text{Gæld } 2907 \text{ og gearing af Gæld} / \text{Egenkapital} = 2907/6139 = 0,47$ af egenkapitalen.

Derfor vil der blive benyttet en kapitalstruktur på egenkapital 52,6 % og fremmedfinansier på 47,4 %.

10.1.2 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav kan estimeres ud fra CAPM modellen¹⁰⁷. Denne model bygger på en forudsætning om at investorer udnytter fordelene ved diversifikation og derfor kun ser på den usystematiske risiko, hvilket er den risiko der ikke kan forudsiges. Den systematiske risiko kan derimod fjernes ved at investere i andre virksomheder der har den modsatte risiko. Dette er måske ikke den hele sandhed men det er det bedste mål vi kan bruge. Formlen er:

$$\text{Ejernes afkast krav} = \text{risikofrie rente} + (\text{Beta} * \text{Risikopræmie})$$

Beta er betegnelsen for udsving på en aktie, som ikke kan forklares ud fra den valgte sammenlignings indeks. Risiko præmie kan nærmere defineres som forventede afkast ved investering i en markedsportefølje minus den risikofrie rente.

I de efterfølgende fire afsnit vil de enkelte komponenter af ejernes afkastkrav blive vurderet og fastlagt.

10.1.3 Risikofrie rente

Risikofrie rente er den rente, der kan investeres i uden at påtage sig en risiko. Det er i praksis umuligt at finde en perfekt risikofri rente, derfor skal der findes den rente, hvor der i praksis er mulighed for at investere uden at påtage sig en nævneværdig risiko.

I praksis tages der ofte udgangspunkt i statsobligationer, men valget af obligationer er blevet sværere efter finanskrisen. Da man så en reel risiko for at stater kan gå konkurs. Derfor er det vigtigt at kreditvurdere staten før man vælger. Dette vil i praktisk være for omfangsrigt for den enkelte og derfor bruges kreditvurderinger fra Moody's, S&P og Fitch ofte. De Danske statsobligationer har en høj kreditvurdering og vurderes derfor at være et godt bud på en risikofri investering.

Reelt skulle der findes en statsobligation, der udløber på det tidspunkt som pengestrømmen falder. Det vil sige, at der skulle findes en obligation til anvendelse som tilbagediskontering rente for hvert af de

¹⁰⁷ Sørensen, Ole S. 43

tidspunkter pengestrømmene falder. Da det vil give en forskellig WACC til hvert år, derfor anvendes en 10-årig statsobligations effektive rente som den risikofrie rente.

Den effektive rente på en 10-årig statsobligation ISIN DK0009923138 valør 7-november-2016 er 3 % og det vurderes at dette giver en real risiko fri investeringsmulighed for en investor¹⁰⁸.

10.1.4 Systematisk Risiko

Dette bliver i daglig tale også kaldet Beta værdi¹⁰⁹ og indikeres normalt ved symbolet β . Betaværdien er et udtryk for den risiko der er ved en investering som ikke kan fjernes ved at diversificere en portefølje. Fortolkningen af β : hvis den er nul vil det være muligt at fjerne alt risiko ved at investere. Hvis den er mellem 0-1 er der lavere risiko i forhold til markedet, hvis den er højere end 1, er risikoen større end markedet.

Måden β findes på er ved at udføre en kovariansanalyse af historisk udvikling i kursen og sammenholder denne med et marked. Betaværdien er derfor målt på hvor meget kursen på Pandoras sviger i forhold til markedet.

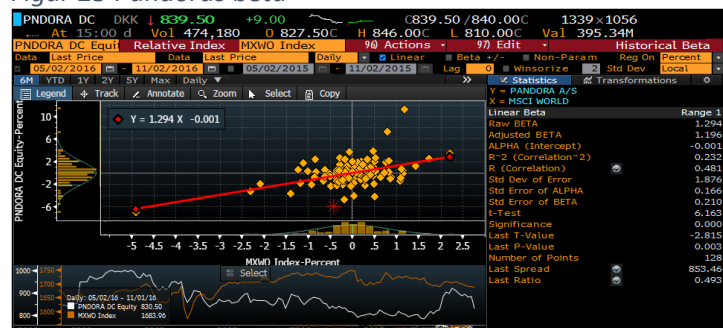
Betaværdien kan svinge meget i forhold til hvilke marked den sammenlignes med. Derfor er det vigtigt at overveje hvilke markeder der anvendes. Hvis Pandora kun havde solgt produkter på det nordiske marked, ville et indeks for OMX Nordic være et godt bud. Men da de leverer produkter over hele verden og deres nærmeste konkurrenter gør det samme, finder vi det bedre at bruge et verdensindeks. Skal dette indeks indeholde alle slags virksomheder eller f.eks. kun virksomheder der producerer luksusprodukter. En alternativ investering kunne være andet end i selskaber der producerer luksusprodukter. Hvis vi sammenligner med et luksus indeks, vil Pandora have et beta på 0,951. Ved at sammenligne med MSCI World indeks, variere prisen mere end markedet og derfor får de et beta på 1,294¹¹⁰, se figur 25.

¹⁰⁸ Danmark's Nationalbank (1)

¹⁰⁹ Sørensen, Ole S.50-51

¹¹⁰ Bloomberg, ticker PNDORA DC

Figur 25 Pandoras beta



10.1.5 Risikopræmie

Risikopræmien er det merafkast man får ved at investere i aktier, dette kan måles på 3 måder¹¹¹. 1) en historisk analyse 2) en teoretisk analyse 3) hvilke forventninger der er i markedet. Jeg vil benytte en undersøgelse af Nationalbanken som har undersøgt risikopræmie på det danske marked. De har undersøgt afkast i perioden 1970-2002 og har fundet frem til at der er en risiko præmie på 5,5 %¹¹². Renten er beregnet ved at finde det historiske afkast og fratrække den risikofrie rente. Ved at benytte denne måde udlignes udsving.

Handels Invest har ligeledes lavet en undersøgelse fra 1900-2008¹¹³, som har indsamlet data fra de fleste markeder i verden. Resultatet blev at obligationer giver et afkast på 1,5 % hvor aktier giver 7,7%, dette giver en risiko præmie 6,2 %. Denne undersøgelse indeholder også gennemsnitstal fra krisen i 2008. Den samme undersøgelse viser, at på det danske marked er præmien væsentlig lavere 1,6 %. Årsagen til dette er at danske obligationer har klaret sig væsentligt bedre end udlandet.

Da Pandoras omsætning er placeret i hele verden og det danske marked får flere udenlandske investorer, er undersøgelserne af verdensmarkedet blevet brugt til at bestemme risikopræmien. Et gennemsnit af de to undersøgelser giver en risiko præmie på 5,75%. Denne vil herefter blive brugt til at fastsætte WACC.

10.1.6 Beregning af ejernes afkastkrav

Ved at bruge den overstående formel og tal, er det muligt at beregne ejernes afkastkrav¹¹⁴.

$$0,104405 = 0,03 + (1,294 * 0,0575)$$

¹¹¹ Sørensen, Ole S.50-51

¹¹² Danmark's Nationalbank (2)

¹¹³ Handelsinvest (1)

¹¹⁴ Sørensen, Ole S. 43

10.1.7 Långivernes afkastkrav

Der er to måder at estimere Pandora lånerente. Den første er at beregne renten ud fra markedsrenten med tillæg af risiko og derefter fratrække værdien skatte skjoldet, formel er efterfølgende¹¹⁵.

$$K_g = (r_f + r_s) * (1-t)$$

Hvor: K_g = långiverens afkast krav, r_f = risikofrie rente, r_s = selskabs risikotillæg, t = selskabsskat

Den anden måde at estimere renten, er ud fra Pandoras regnskab. Her tages de finansielle omkostninger og divideres med den bogførte værdi af lån.

Ved beregning af lånerenten anvendes den risikofrie rente på 3 % vi tidligere har fundet og selskabsskatten på 23,5%. For at vurdere risikotillægget, skal vi se hvilke kreditvurdering Pandora har. For ikke at skulle udregne egen kreditvurdering, brugers S&P og Fitch som har Pandora som AA+ og AAA, som er den højeste og næst højeste vurdering. Ved opnåelse af denne rating kommer de ind i den kategori der hedder Investment grade. Nykredit har offentliggjort en analyse, som viser udviklingen af tillæg til statsobligationer¹¹⁶. Denne analyse viser et tillægget på 200 BP før 2008, hvor den steg til 450 BP, og herefter faldet til 300 BP som tillæg til den risikofrie rente. Udregningen ser således ud:

$$4,59 \% = (0,03 + 0,03) * (1 - 0,235)$$

Dette giver Pandoras en lånerente på 4,59%

Ved estimering af lånerenten ud fra selskabets bogførte gæld. Findes de finansielle omkostninger i regnskabet og divideres med lånets størrelse: $R_f = \text{finansielle omk.} / \text{Bogført værdi af lån}$. $469/2607 = 17,99\%$. Denne rente vil ikke være den reelle rente for Pandora, fordi de finansielle omkostninger ikke kun indeholder rentebetalinger, men også omkostninger til finansielle kontrakter, der anvendes til at afdækning af risiko.

Derfor har jeg valgt den første model, som giver en rente på 4,59%.

10.1.8 Udregning af WACC

De foregående afsnit har fastlagt komponenterne til WACC beregningen. Ved at bruge WACC modellen kan det udregnes som:

¹¹⁵ Sørensen, Ole S.55-56

¹¹⁶ Nykredit (1)

$$0,072104744 = (0,474 * 0,0459 * (1 - 0,21)) + (0,526 * 0,104405)$$

Dette giver en WACC på 7,21%

10.2 Værdiestimat

Efter at have opstillet et budget ved hjælp af afsnittene virksomhedsbeskrivelse, strategisk analyse, regnskabsanalyse samt beregning af diskonteringsfaktoren. Vi kan nu bruge vores værdiansættelsesmodel til at estimere prisen på Pandora. Der er taget udgangspunkt i Pandoras Q2 regnskab og analyse vil tage udgangspunkt i værdien den 9. august 2016. For at gøre overblikket over modellen er hovedtallene indsat i tabel 20. Den yderligere detaljering grad kan ses Bilag 13.

Tabel 20 Værdi af Pandora ved FCFF

	2016 2 HE	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal
Omsætning	20694	24261,796	27137,01236	29454,59292	30950,30927	32183,14763	33466,86553	34565,75435	35602,72698	36136,76788	36678,8194
Ændring i %	0,236	0,172	0,119	0,085	0,051	0,040	0,040	0,033	0,030	0,015	0,015
Indkomst fra drift	5788	6959	7924	8954	8956	9393	9875	10474	10788	10950	11114
Ændring i %	28%	29%	29%	30%	29%	29%	30%	30%	30%	30%	30%
Netto drift aktiver	8840	9562	10098	10629	11169	11330	11501	11661	11832	11878	11924
Ændring i NDA	992,75	721,85	536,82	530,19	539,91	161,80	170,85	160,05	170,92	45,72	46,40
Ændring i %	8,17%	5,61%	5,25%	5,08%	1,45%	1,51%	1,39%	1,47%	0,39%	0,39%	0,39%
FCF	4794,81	6237,19	7387,35	8424,27	8415,90	9230,88	9703,83	10313,52	10616,85	10903,87	11067,43
Diskonterings faktor	93,27%	87,00%	81,15%	75,69%	70,60%	65,85%	61,42%	57,29%	53,44%	49,85%	
Nutids værdi af FCF	4472,34	5426,44	5994,83	6376,52	5941,75	6078,83	5960,50	5908,93	5673,63	5435,11	96605,61
NFF	1559										
Antal aktier	117056821										
Værdi af selskab	152315,48										
Pris pr aktie FCFF	1301										

Den ovenstående tabel 20, viser estimatet af værdien på Pandora er DKK 152.315,48 mio. Dette svarer til en pris pr. aktie på DKK 1301,00

Denne kurs lægger væsentligt over den kurs aktierne bliver handlet til på børsen. Den 8. august 2016 blev Pandora handlet til DKK 867,50 pr aktie. Hvilket svare til en difference på 49% af prisen.

Difference kan skyldes at min forudsætninger er for optimistiske i forhold til hvordan markedet ser på Pandora. Derfor vil det næste afsnit omhandle hvor følsomme estimatet er over for ændringer i disse forhold.

10.3 Følsomhedsanalyse

Da den overstående værdiansættelse er forbundet med stor usikkerhed, vil jeg i dette afsnit se på, hvordan prisen ændrer sig i forhold til ændringer i forudsætningerne. Der vil først blive set på den tekniske del af analysen. Derefter vil der blive opstillet 2 scenarier, som analyserer på en negativ eller positiv udvikling. Dette vil blive kaldt worst case eller best case.

De vigtigste komponenter i den tekniske del af analysen er tilbagediskonterings faktoren (WACC) og vækst i terminalperiode. Derfor analyseres der på ændringer i disse, hvis WACC ændre sig med 0,5 procent og vækstfaktor med 0,5 %, hvilke er illustreret i tabel 21.

Tabel 21 Ændringer i WACC og vækstfaktor¹¹⁷

Vækstfaktor i terminal periode			
WACC	1%	1,50%	2%
6,71%	1352,84	1430,22	1524,02
7,21	1187,87	1301	1369,49
7,71	1134,21	1187,87	1242,41

Det kan ses i tabel 21 at ved ændring af WACC og vækstfaktor med 0,5 % procentpoint, vil prisen variere mellem DKK 1134,21-1524,02 pr. aktie. Dette kan forklare noget af variationen i prissætningen af Pandora.

Vi kan se at modellen er mest følsom over for WACC da en 0,5 procentpoint ændring af prisen giver en forskel på 138,94, hvilke udgør en ændring på 10,485 %. Mens en ændring af vækstfaktoren med 0,5 procentpoint giver en forskel i prisen på 68,33, hvilke svare til 5,157 %.

Da WACC er sammensat af mange forskellige parametre, vil der blive analyseret på ændringer i lånerente og beta. Resultatet kan ses i tabel 22.

Tabel 22 Ændringer i beta og låne rente¹¹⁸

Låne rente			
	-1%	0%	1%
WACC	6,924	7,21	7,496
Pris	1375	1301,21	1175,18
Beta			
	1,044	1,294	1,544
WACC	6,454	7,21	7,967
Pris	1509,28	1301,21	1133,15

Det kan ses, at ved at ændre lånerenten med 1 procent, ændres prisen med 5,21 % og ved ændring af beta med 0,25, ændres prisen med 12,74 procent. En ændring af beta på 0,25 er ikke usandsynligt og

¹¹⁷ Tallene er udregnet ved at ændre forudsætningerne i modellen

¹¹⁸ Tallene er udregnet ved at ændre forudsætningerne i modellen

heller ikke en ændring af låne renteændring på 1%. Derfor er min vurdering at prisen med en vis sikkerhed vil ligge inden for DKK 1133,15 -1509,28.

Jeg har konstateret at små udsving i WACC har en stor betydning for prisen af selskabet, herefter vil vi se på hvordan udviklingen i omsætningen, omkostningerne og ændringerne i NDA vil påvirke selskabet.

10.4 Scenarioanalyse

I det foregående afsnit så vi på hvordan prisen af Pandora blive påvirket af en ændring af diskonteringsfaktoren. I dette afsnit vil der blive sat fokus på hvordan prisen på selskabet, bliver påvirket af mulige ændringer i omsætningen og omkostningerne. Derfor vil der blive udarbejdet en best case og en worst case.

10.4.1 Best case scenario

Ved best case scenariet, vil alle faktorer der går godt for Pandora blive realiseret. Dette er stadig en realistiske forudsætninger baseret på de foregående analyser.

Der har i en længere periode været høje vækstrater. Disse vækstrater vil fortsætte og derfor øges budgets vækstrate med 50%. Denne stigning sker, fordi Pandora formår at forbedre deres brand, og dermed tage markedets andele på alle markeder. Derud over er der en høj organisk vækst, som primært stammer fra asien. De solgte produkter vil stadig primært være Charms, mens de andre kategorier vil have højere vækstrater og derved øge andelen i omsætningen. Dette forbedrede produktmix vil også forbedre Pandoras Risiko, samt bidrage til at beholde den gode kreditvurdering.

Pandora er i gang med at investere i produktionskapacitet ved at udbygge deres fabrik i Thailand. Dette vil blive nødvendigt idet, deres produktion stiger til over det dobbelte. Derved kan de få stordriftsfordele der minimere enheds omkostningerne. Der vil ikke være ændringer i WACC, da Pandora allerede har en høj kreditvurdering. Ejernes afkast vil heller ikke ændres, da beta ikke vil ændre sig væsentligt. Som det ses i tabel 23, forbedres resultatet til en pris pr. aktie på DKK 1.801,67.

Tabel 23 Værdi ved best case

Best case	2016 2 HE	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal
Omsætning	22.762,32	28.452,90	33.574,42	37.939,10	40.784,53	43.231,60	45.393,18	47.208,91	49.097,26	50.570,18	52.087,29
Ændring i %	36%	25%	18%	13%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%
Indkomst fra drift	6.366,02	8.161,18	9.803,93	11.533,83	11.801,45	12.617,17	13.393,63	14.304,49	14.876,67	15.342,07	15.821,91
Ændring i %	28%	29%	29%	30%	29%	29%	30%	30%	30%	30%	30%
Netto drift aktiver	8.839,75	9.561,60	10.098,42	10.628,61	11.168,52	11.330,32	11.501,17	11.661,21	11.832,13	11.923,57	12.017,75
Ændring i NDA	992,75	721,85	536,82	530,19	539,91	161,80	170,85	160,05	170,92	91,44	94,18
Ændring i %		8,17%	5,61%	5,25%	5,08%	1,45%	1,51%	1,39%	1,47%	0,77%	0,79%
FCF	5.373,27	7.439,33	9.267,12	11.003,64	11.261,54	12.455,38	13.222,79	14.144,45	14.705,75	15.250,64	15.727,73
Diskonterings faktor	0,933	0,870	0,811	0,757	0,706	0,659	0,614	0,573	0,534	0,498	
Nutids værdi af FCF	5011,89	6472,31	7520,26	8328,90	7950,82	8202,26	8121,99	8103,79	7858,73	7601,79	137284,57
NFF	1559										
Antal aktier	117056821										
Værdi af selskab	210898,30										
Pris pr aktie FCFF	1801,67										

10.4.2 Worst case scenarie

Her er forudsætningerne vendt om i forhold til best case, men udfaldet er stadigvæk sandsynlige.

Pandoras omsætningen vil ikke stige så kraftigt som tidligere. Markedet er ved at være mættet i kategorien Charms og på vækstmarkederne er Pandoras produkter ikke lige så efterspurgt. Deres nye produktlinjer vil ikke blive lige så populære og væksten vil gå langsommere. Pandora har ligeledes øget udgifterne til at forbedre markedsføring, i et forsøg på at forbedre kundens oplevelse og derved forbedre branded. Denne effekt vil ikke slå igennem og den forventede påvirkning i omsætningen udebliver. Dette er årsagerne til at stigningen i væksten er halveret i forhold til budget.

Da Pandora allerede er ved at udvide produktionskapacitet, hvor betalingen falder over de næste tre år, vil denne udgift stadigvæk være der. Omsætningen stiger til gengæld ikke til det dobbelte og stordrift fordelene udebliver. Da markedet ser at det går mindre godt for Pandora, er det ikke muligt at opnå de samme kreditter hos leverandørerne og derved vil NDA stige.

Da det går dårligere for Pandora vil deres kreditvurdering falde og det vil påvirke den lånerente de kan opnå. De dårligere resultater vil også få beta til at stige da den større usikkerhed, vil gøre kursen mere volatil i forhold til resten af markedet. Som det ses i tabel 24, vil det resultere i en kurs pr. aktie på DKK 740,95.

Tabel 24 Værdi ved Worst case

Worst case	2016 2 HE	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal
Omsætning	18.745,44	20.357,55	21.579,00	22.506,90	23.182,10	23.645,75	24.000,43	24.360,44	24.725,85	25.096,73	25.473,18
Ændring i %	12%	9%	6%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Indkomst fra drift	5.242,61	5.700,11	5.998,96	6.211,90	6.351,90	6.431,64	6.480,12	6.528,60	6.577,08	6.625,54	6.724,92
Ændring i %	28%	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%	27%	26%	26%
Netto drift aktiver	8.839,75	9.573,45	10.147,86	10.756,73	11.402,14	12.086,26	12.327,99	12.574,55	12.826,04	13.082,56	13.344,21
Ændring i NDA	992,75	733,70	574,41	608,87	645,40	684,13	241,73	246,56	251,49	256,52	261,65
Ændring i %		8,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
FCF	4.249,86	4.966,41	5.424,56	5.603,03	5.706,49	5.747,51	6.238,39	6.282,04	6.325,58	6.369,02	6.463,27
Diskonterings faktor	0,933	0,870	0,811	0,757	0,706	0,659	0,614	0,573	0,534	0,498	
Nutids værdi af FCF	3964,03	4320,84	4402,02	4241,06	4028,87	3784,92	3831,88	3599,17	3380,38	3174,68	49564,04
NFF	1559										
Antal aktier	11705682										
Værdi af selskab	86732,91										
Pris pr aktie FCFF	740,95										

Dette er to usandsynlige, men stadig realistiske scenarier. Ved at ændre lidt i forudsætningerne, får vi en forskel mellem best og worst case på DKK 1060,72. Denne forskelle vil være med til at forklare variation i prisen på Pandora.

10.5 Multipelanalyse

Denne analyse er ikke opbygget på et diskonteret cash flow og derfor skal der ikke udarbejdes et budget, hvor der udregnes et Frit cash flow der derefter tilbagediskonteres. Derimod værdiansætter modellen Pandora, ved at sammenligne andre selskaber med Pandora, ud fra dette værdiansættes virksomheden. Det gøres ved at tage prisen på aktien og dividere med omsætningen. Denne multipel ganges med Pandoras omsætning og derved fastsættes Pandora ud fra hvad Markedet er villig til at betaler for en sammenlignelige omsætning¹¹⁹.

Ulemperne ved brug af denne model, er at selskaberne som regel ikke er 100% sammenlignelige og derfor vil resultatet ikke kunne sammenlignes. For at gøre det sammenligneligt udvalgt seks selskaber og der bliver taget en gennemsnits multiple. Disse selskaber er udvalgt fordi de alle levere produkter, som kan være substituerende produkter. Der er udvalgt er Signet Jewelers Ltd. og Tiffanys & co., de leverer begge smykker på de samme markeder som Pandora. Hos Signet er salget begrænset til US, Canada og England. Den næste gruppe er Richemont og The swatch Groupe Ltd. de producer ikke kun Smykker men også andre produkter. De andre produkter er stadig i luksussegmentet som ure, kuglepenne og

¹¹⁹ Sørensen, Ole S. 29

accessoires. Den sidste gruppe er Hugo Boss og LVMH som begge producer tøj i luksusklassen og tilhørende accessoires.

De udvalgte multipler, som ses i tabel 25 er: Enterprise value/ Sales, Enterprise value/ EBITDA, Enterprise value/ EBIT som værdiansætter selskabet værdi ud fra omsætningen og deres overskudsmarginer. Desuden er der også taget Price / Earnings pr. share og Price / Sales.

Tabel 25 Multiple analyse¹²⁰

Virksomhed	Enterprise værdi/ Sales	Enterprise værdi/ EBITDA	Enterprise værdi / EBIT	P/E	P/sales	
Pandora	5,8	16,6	18	21,5	5,5	
Tiffany & Co	2,4	10,2	13,1	20,9	2,3	
Signet Jewelers Ltd.	1,2	8	10	12,4	0,9	
Gennemsnit	1,8	9,1	11,55	16,65	1,6	
Richemont	2,4	10	12,7	15,7	3,2	
The Swatch Groupe	2	11,1	15,8	20,4	2,1	
Gennemsnit	2,2	10,55	14,25	18,05	2,65	
LVMH	2,5	11,7	14,8	22,7	2,3	
Hugo Boss	1,5	9,3	13,6	16,8	1,4	
Gennemsnit	2	10,5	14,2	19,75	1,85	
Gennemsnit alle	2,00	10,05	13,33	18,15	2,03	
Pris pr aktie Pandora	318,8	563	690,7	705,3	324,1	

Multipelanalysen giver en gennemsnitspris for Pandora pr. aktie på DKK 520,37. Da denne ligger langt fra hvad prisen er i markedet, er disse selskaber måske alligevel ikke sammenlignelige. Da der er tale om sammenligning af multipler som værdiansætter omsætningen, kan forskellen forklares med at deres marginaler på omsætningen ikke er den samme. Derfor har jeg sammenlignet marginerne på selskaberne og udregnet forskellen i forhold til Pandora. Dette er derefter ganget på denne gennemsnits pris og igen taget et gennemsnit. Resultatet kan ses i tabel 26.

¹²⁰ Thomson One.

Tabel 26 Forskel i marginer¹²¹

Virksomhed	Bruto margin	EBITDA margin	Drift margin
Pandora	0,723	0,344	0,237
Tiffany & Co	0,617	0,235	0,113
Signet Jewelers Ltd.	0,373	0,143	0,079
Gennemsnit	0,495	0,189	0,096
Richemont	0,642	0,242	0,21
The Swatch Groupe	0,74	0,179	0,102
Gennemsnit	0,691	0,2105	0,156
LVMH	0,651	0,217	0,102
Nygo Boss	0,659	0,16	0,081
Gennemsnit	0,655	0,1885	0,0915
Gennemsnit alle	0,614	0,196	0,115
Forskel fra Pandora	1,18	1,76	2,07
Gns. * forskel	613,08	913,30	1077,10

Dette giver en gennemsnitspris pr. aktie på DKK 867,82. Da prisen i markedet på dette tidspunkt er DKK 827,5 kan en del af forklaringen være, at Pandora er bedre til at holde deres omkostninger nede i forhold til deres konkurrenter. Dette kunne skyldes deres optimering af værdikæden og derved opnå kontrol over omkostningerne.

10.6 Delkonklusion

Ud fra FCFF modellen kom jeg frem til at prisen på det fremtidige cash flow og deres nuværende aktiver, gav en pris pr. aktie på DKK 1301. Det sås også at små ændringer i forudsætningerne, kunne resultere i en pris pr. aktie på 740,95-1801,67. Derefter har jeg set på, hvad markedet ville værdiansætte Pandora til, gennem en multiple analyse. Der blev tillagt en Premium for forskellen i marginalerne, dette giver tilsammen giver dette en gennemsnitspris pr. aktie på DKK 867,82. Forskellen på disse to analyser er DKK 433,18, hvilke svare til en difference på 49,9%. Dette kan forklare variationen i prisen fra markedsanalytikerne. Derved kan der ved egen analyse forklares, hvorfor der er variation i prisen. I det efterfølgende afsnit vil der blive set på Analytikernes rapporter.

11 Sammenligning af analyser

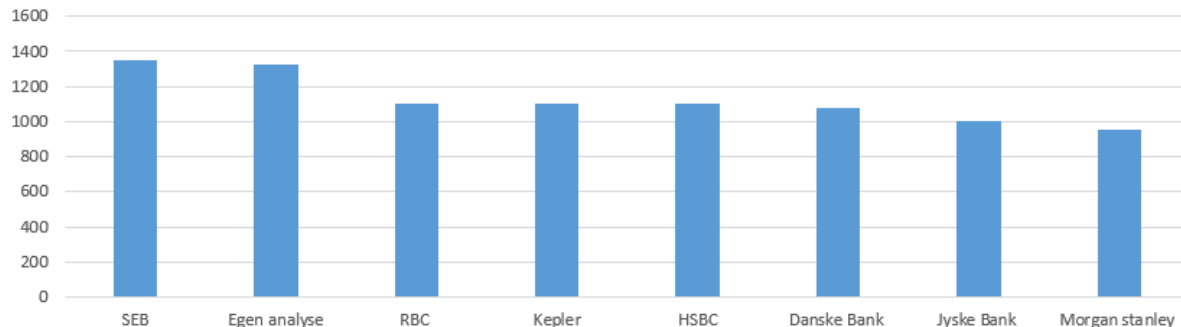
I det efterfølgende afsnit vil værdiansættelsen blive sammenlignet med analyser lavet af en række analytikere, dette sker for at finde årsagen til at target prisen på Pandora variere så meget som den gør. Der er blevet udvalgt analyser fra SEB, Egen analyse, RBC, Kepler, HSBC, Danske Bank, Jyske Bank og Morgan Stanley til sammenligning¹²². Disse er udvalgt, da de havde de fleste oplysninger om hvordan

¹²¹ Thomson One

¹²² Bilag 6-12

værdiansættelsen er foretaget. Deres target pris kan ses i Figur 26. Her ses det, at den target price er mellem DKK 950-1350. Hvilke er en difference på 42 %.

Figur 26 Target Price



11.1 Analytikernes modelvalg.

Ud fra rapporterne ses det, at alle har valgt at bruge samme model, som beregner værdien ud fra et Diskonteret cash flow. Alle bruger WACC som diskonteringsrente der fortæller, at de beregner virksomhedens værdi. Der er ligeledes beregnet en statisk WACC som ikke ændres over perioden. RBC, Morgan Stanley og Jyske Bank bruger kun FCFF, mens Kepler, HSBC, SEB, Danske Bank og Sydbank understøtter FCFF analysen med hvilke P/E værdi, der vil blive handlet til.

Det er kun Danske Bank der oplyser, hvilke Pear gruppe de sammenligner med. I deres multipleanalyse bruges der 2 indeks, et nordisk retail indeks som indeholder virksomheder som Björn Borg, Bygghmax, H&M, Matas, XXL og flere andre. Det andet er et internationalt luksusindeks som indeholder Burberry, Hermes, Hugo Boss, LVMH, Richemont, Signet og lignende virksomheder.

Ud fra de indsamlede oplysninger kan jeg ikke konkludere, at modelvalg har en indflydelse på variationen i prisen.

11.2 Analytikernes vurdering af risiko.

En god måde at se analytikernes risikovurdering af Pandora på er at sammenligne WACC, da denne som tidligere beskrevet, tager højde for risikoen i selskabet. I tabel 27 se en oversigt over analytikernes WACC beregning. Her ses, at der er en variation fra 7,9% til 8,9%. Da en del af WACC, består af ejernes afkastkrav som indregner risikoen ved hjælp af beta. Beta er derfor et mål for deres syn på risikoen. Da denne kun er oplyst i 2 rapporter, er det ikke muligt at konkludere på grund af det mangelfulde data. På grund af de manglende oplysninger, må WACC bruges som risikomål. For at se om analytikernes syn på risiko hænger sammen med en høj eller lav værdiansættelse, sammenlignes WACC med target price. Hvis vi ser på tabel 27, viser den sammenhæng mellem WACC og Target Price. Det ses at

forklaringsgraden er ikke perfekt, da en højere WACC i nogle tilfælde kan give en højere kurs en andre med lavere WACC.

Tabel 27 WACC oversigt

Virksomhed	WACC	Target price	BETA	Risk premium	Risk free rate
Jyske Bank	9,4	1000			
HSBC	8,9	1100	1,15	5	3
RBC	8,7	1100	1,2	5	3
Morgan stanley	8,5	950			
Kepler	8,25	1100			
SEB	8	1350		5,5	2,5
Sydbank	8	Køb			
Egen Værdi	7,21	1301	1,294		3
The Screener		Beskrivelse	0,82		

Derfor ses det at der er en hvis sammenhæng mellem pris og WACC, men at der også er andre faktorer der spiller ind. For at se hvor meget en ændring i WACC vil ændre prisen, er der konstrueret et budget ud fra gennemsnitstal. Omsætningstallene er taget fra Pandoras hjemmeside under deres konsensus rapport¹²³, denne rapport udregner gennemsnitstal fra 15 forskellige analyser. Resten af oplysningerne er konstrueret som et gennemsnit taget ud fra de undersøgte analyser. Dette budget kan ses i tabel 28.

Tabel 28 Gennemsnit budget

Consensus Case												
		2016 2 HE	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal
Omsætning		20.426	23.771	26.970	29.962	31.624	32.573	33.550	34.556	35.593	36.661	37.394
Ændring i %		22,04%	16,38%	13,46%	11,09%	5,55%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	2,00%
Indkomst fra drift		5.759	6.527	7.385	8.113	8.538	8.795	9.058	9.330	9.610	9.898	10.096
Ændring i %		28,19%	27,46%	27,38%	27,08%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
Netto drift aktiver	7847	8.658	9.242	9.848	10.469	11.119	11.810	12.543	13.322	14.149	15.028	15.961
Ændring i NDA		811	584	606	621	650	691	733	779	827	879	933
Ændring i %		10,33%	6,75%	6,56%	6,31%	6,21%	6,21%	6,21%	6,21%	6,21%	6,21%	6,21%
FCF		4.949	5.943	6.779	7.492	7.888	8.104	8.325	8.551	8.783	9.020	9.163
Diskonterings faktor		0,922	0,850	0,784	0,723	0,666	0,614	0,567	0,522	0,482	0,444	
Nutids værdi af FCF		4562,67	5052,24	5313,76	5414,48	5256,70	4979,42	4716,35	4466,79	4230,03	4005,43	68316,64
NFF		1559		WACC	0,0845625							
Antal aktier		117056821		g	0,025							
Værdi af selakab		114755,50										
Pris pr aktie FCFF		980,34										

De diskonterede cash flow fra dette budget giver en pris pr. aktie på 980,34. Hvis vi ændre WACC til 9,4%, som er jyske bank WACC i tabel 27, giver det en pris pr. aktie på 840,35 og ved at sænke den til 8% fås pris pr. aktie på 1065,29. Dette giver en ændring i pris pr. aktie på DKK 170,58. Ved at udregne prisen

¹²³ Coinsensus Estimates (1)

på den enkelte procent mellem 7-10% er der udarbejdet tabel 29. Denne beskriver hvor meget prisen ændre sig ved 1 % ændring i WACC.

Tabel 29 Ændring i WACC¹²⁴

WACC	Ændring i pris
10	16,2%
9	19,1%
8	23,1%
7	29,6%

Tabel 29 illustrerer følsomheden på prisen over for ændringer i WACC. Der kan ud fra denne analyse konkluderes, at en ændring af WACC mellem 7-10%, påvirkes prisen med et gennemsnit på 22%.

Derfor kan det konkluderes at analytikerens syn på risikoen, der bestemmes af WACC, har en stor betydning for udfaldet af prisen.

11.3 Omsætningen

Der ses på om prisen hænger sammen med udviklingen i analytikernes forudsætninger af væksten i

Pandora over årene 2016-2019. Perioden er udvalgt, da det er de eneste år, hvor der er

sammenlignelige data på nær Morgan Stanley. Morgan Stanley har kun oplyst tallet fra 2016, hvorfor de udlades fra denne analyse.

Tabel 30 Udvikling Omsætningen¹²⁵

	Target price	Oms. Vækst
SEB	1350	33,17%
RBC	1100	31,63%
Egen	1301	31,13%
HSBC	1100	29,19%
Jyske Bank	1000	28,52%
Danske Bank	1080	28,33%
Kepler	1100	26,00%

Det kan ses ud fra tabel 30. At der er sammenhæng mellem væksten i omsætningen og target price. For at se hvor meget prisen ændre sig ved ændringer i omsætningsvæksten, bruges gennemsnitsbudget fra tabel 28. Her ændres væksten med +/- 2 % over de første 5 år og den sidste periode holdes stabil. De 2 procent er fundet ud fra de gennemgået analyser i figur 26. Når prisen sænkes, stopper faldet på de 3%, hvilket er konsensus for terminal værdien. Udviklingen i Prisen kan ses i Tabel 31. Det kan ses at ved

¹²⁴ Udregning fra bilag 5-11

¹²⁵ Udregning fra bilag 5-11

ændringer i positiv retning vil det betyde en stigning på ca. 10%, hvorefter en sænkelse af renten kun vil medføre et fald på 6,5%.

Tabel 31 Ændring i omsætningen¹²⁶

Vækst	Pris	Ændring
4%	1204	11,69%
2%	1078	9,96%
GNS.	980,38	6,50%
-2%	920,54	6,86%
-4%	861,42	6,38%

Ud fra dette kan vi se at der ses en sammenhæng mellem target price og væksten i omsætningen. Forskelle i forventningen til omsætningen påvirker derimod ikke prisen lige så meget som ændringer i WACC.

11.4 EBITDA

I tabel 32, er EBITDA marginalen sammenlignet med target price. Der er lige som med omsætningen også en sammenhæng mellem marginalen og Target Price. Igen ses det, at denne sammenhæng ikke er perfekt, men har en grad af forklarings evne.

Table 32 EBITDA Marginal¹²⁷

Analyse	EBITDA Marginal	Target price
SEB	38,60%	1.350,00
Kepler	38,30%	1.100,00
Morgan stanley	38,20%	950,00
Jyske Bank	38,03%	1.000,00
HSBC	37,71%	1.100,00
RBC	37,17%	1.100,00
Danske Bank	36,90%	1.080,00
Egen	36,22%	1.301,00

For at se hvordan ændringer i marginalen påvirker Target Price, laves den sammen øvelse hvor marginalen ændre sig med +/- 1% over hele budgetperioden. Hvilket er illustreret i tabel 33.

¹²⁶ Udregnet ved at ændre forudsætninger i modellen

¹²⁷ Udregning fra bilag 5-11

Tabel 33 Ændring i Marginal¹²⁸

Marginal	Pris	Ændring
2	1038,56	2,88%
1	1009,45	2,97%
0	980,34	3,06%
-1	951,25	3,15%
-2	922,17	3,26%

En ændring i EBITDA marginalen påvirker target price med ca. 3 %. Dette betyder, at denne marginal betyder mindre end ændring i WACC og omsætningen, se tabel 29 og 31.

11.5 Sammenhæng

De foregående analyser viser, at de enkelte forudsætninger ikke bestemmer prisen på selskabet alene, men at der er et hvis sammenfald mellem dem. Det ses at den højeste WACC ikke er lig med den laveste pris og omvendt. Det samme sås ved at sammenligne pris med omsætningen væksten. Her kan man dog se at den højeste omsætningsvækst også giver den højeste pris. Ved at sammenligne EBITDA marginalen med prisen, giver ikke en direkte sammenhæng mellem de to faktorer. Derfor forventes det, at de fire faktorer til sammen kan forklare sammenhænge, for at kunne illustrere sammenhængen er de sat op mod hinanden i tabel 34.

Tabel 34 Samlet analyse¹²⁹

Analyse	Target price	EBITDA Marginal	Oms. Vækst	WACC	G
SEB	1350	38,60%	33,17%	8	3
Egen	1301	36,22%	31,13%	7,21	1,5
Kepler	1100	38,30%	26,00%	8,25	N/A
HSBC	1100	37,71%	29,19%	8,9	N/A
RBC	1100	37,17%	31,63%	8,7	2,5
Danske Bank	1080	36,90%	28,33%	7,9	3-4
Jyske Bank	1000	38,03%	28,52%	9,4	N/A
Morgan stanley	950	38,20%	22,66%	8,5	2,5

Det kan ses i tabel 34, at den højeste pris også har den højeste EBITDA marginal og omsætnings, samt en af de laveste WACC, giver den højeste pris i analyserne. I den modsatte ende har vi den laveste pris, en af de højest EBITDA marginaler, samt middel WACC og lave omsætnings stigning.

For at kunne se om dette til sammen giver en samlede forklaring, er vær analyse tildelt point, i forhold til hvilke plads de har i den enkelte sammenligning. Den faktore der påvirker prisen mest får 1 point og den der på virker prisen mindst får 8 point ud af de otte analyser. Disse point er sammenlagt, rangeret

¹²⁸ Udregnet ved at ændre forudsætninger i modellen

¹²⁹ Udregning fra bilag 5-11

og samlignes med prisen. Dette vil give en indikation af hvordan de forskellige faktore påvirker prisen i forhold til hinanden. Morgan Stanley er taget med, da de er inkluderet i de andre analyser, men mangel på data fra deres analyse, gør at deres resultat ikke kan sammenlignes.

Tabel 35 Tildelte værdier¹³⁰

Analyse	Samlet værdi	Gennemsnit	Pris
SEB	5	1,67	1.350,00
Egen	12	4,00	1.301,00
Morgan Stanley	8	4,00	950,00
Kepler	13	4,33	1.100,00
RBC	14	4,67	1.100,00
Danske Bank	15	5,00	1.080,00
HSBC	16	5,33	1.100,00
Jyske Bank	17	5,67	1.000,00

Af Tabel 35, kan vi se at der er et klart sammenhæng mellem værdien og prisen. Analysen tager dog ikke højde for om der er et stor niveauforskel i de enkelte value drivers. Ikke alle analyser beskriver hvilken vækst der er i terminalperioden og de der beskriver det har den samme vækst faktor. Analysen giver et klart billede af at der er en sammenhæng mellem det niveau som analytikeren vælger og den pris de kommer frem til.

12 Konklusion

Formålet med afhandlingen var at finde ud af hvorfor analytikernes værdiansættelser har en stor variation i prisen. For at kunne besvare dette er der udarbejdet en værdiansættelse. Denne værdiansættelse havde til formål at forstå Pandora og den usikkerheder der er ved en værdiansættelse. Jeg fandt af en FCFF analyse gav en pris pr. aktie på DKK 1301. Under følsomhedsanalysen blev der udarbejdet en best case og worst case som viste, at et negativt syn for fremtiden gav en pris på DKK 740,95, hvorimod et positivt syn medførte en pris på DKK 1801,67. Dette gav en difference i forhold til værdiestimatet, på best case med 38 % og worst case med 43 %. Værdiestimatet på 1301 blev sammenlignet med en multipel analyse som gav en pris på DKK 867,82, efter den blev korrigeret for forskelle i omsætningsstigninger og indtjeningsmarginaler. Prisen fra multiple analysen passede omtrent med den pris aktien blev handlet til i markedet. Ud fra dette har synet på fremtiden har en stor betydning på prissætningen.

Herefter har jeg udarbejdet en analyse, der sammenligner analyser fra Danske Bank, Jyske Bank, SEB, RBC, Kepler, Morgan Stanley, Sydbank og HSBC. Det viste sig at der ikke er nogen sammenhæng mellem modelvalg og target price. Dette skyldes, at der er anvendt samme metode i alle analyserne. Da

¹³⁰ Bilag 12

metoden for de anvendte analyserne er den samme, anvender de også de samme value drivers. Undersøgelsen kan derfor ikke bekræfte eller afkræfte, at metoden har en indflydelse på prisen.

Ved undersøgelsen af om analytikerne vurderer markedsudviklingen forskellig og om dette kan forklare forskellen i target price, ses det at en lavere forventning til fremtiden hænger sammen med en lavere pris. Det ses også, at den samme analytiker ikke nødvendigvis har den laveste forventninger på alle områder. Men ved at tildele den enkelte analytiker point, i forhold til den plads de har i forhold til hinanden på de enkelte områder, giver resultatet en høj forklarings grad. Derfor blev der analyseret på hvordan WACC, omsætning og marginaler påvirker prisen. Her fandt jeg, at 1 procent point ændring i WACC gav en ændring på 22% i prisen. En 2 procents point positiv ændring i omsætningen påvirkede prisen 9,96 % og en tilsvarende negativ ændring med kun 6,5 %. Den sidste faktor er marginalændring på 1 procentpoint førte til en ca. 3 % ændring i prisen. Ud fra det ser jeg at WACC, omsætning og marginalændring har forskellige påvirkninger af prisen. Disse har i den givne rækkefølge størst betydning på target price.

Derved kan jeg konkludere at årsagen til at target price varierer som den gør, er at analytikerne har forskellige opfattelse af virksomhedens risikoprofil, målt i forhold til WACC, samt deres syn på markedet udviklingen. Derfor kan variationen i de professionelle analytikeres værdiansættelse af Pandora på 39 %, forklares med variationen i WACC, omsætnings forventninger og marginaler. Det ses, at WACC kan forklare den største del af variationen, mens omsætnings forventningerne forklare en middel del og marginalerne forklare den mindste del.

13 Perspektivering

Det viste sig, at forskellige forudsætningerne, var grund til forskellen i target prisen. Derfor ville det være interessant at undersøge, om det er muligt at opbygge en model. Der bruger target price til at evaluere og vurdere selskaberne individuelt. Men er brugen af target price, den rigtige at fokusere på?

Dette er der forskellige meninger om, brugen af target price fraråder af nogle eksperter. Årsagen til dette, er at usikkerheden i den fremtidig udvikling og resultatet kun vil give et øjebliksbillede. Hvilket kun kan bruges på kort sigt, da det giver midlertidige udsving af kursen¹³¹. Andre mener at target price er den bedste måde, da det give et nuanceret billede af selskabet. Investoren kan selv vurdere forudsætningernes udfaldet og sandsynlige. Ved kun at se på Target Price, tager det derimod ikke højde

¹³¹ http://penge.borsen.dk/artikel/1/176647/eksperter_bankernes_kursmaal_er_ubrugelige.html

for investorens Risikovillighed¹³². En indikation på at target price ikke er den rigtige, eller risikoen er for stor. Er at selskaberne bag analyserne ikke selv opkøber aktier. Man skulle tro at en investering i SEB tilfælde, med et afkast på 55%, var en attraktiv investering.

Hvis det vurderes at target price kan bruges, skal der findes en måde at vurdere investorens afkast krav til den enkelte investering.

Her kan der tages udgangspunkt i formlen for ejernes afkast krav. Modellen fortælle hvilket afkast der forventes til en given risiko. Modellen er beskrevet i afsnit 10.1.2.

$$\text{Ejernes afkast krav} = \text{risikofrie rente} + (\text{Beta} * \text{Risikopræmie})$$

Virksomhedens risiko kan vurderes ud fra Beta, denne fastslås ved at lave en kovariansanalyse. Analysen fortæller hvor meget virksomhedens target price svinger i forhold til markedet, markedet vil være et indeks af selskaber. Risikopræmien og den risikofrie rente skal fastlægges på samme måde som i afsnit 10.1.2. Investorens afkast krav kan sammenlignes med det forventede afkast på selskabet, som vil blive udregnet som et gennemsnit.

Hvis modellen viser sig, at give et brugbart resultat. Kan den vurdere en investering ud fra fremtidsperspektiv, i stedet for historisk data.

¹³² <http://www.investopedia.com/articles/analyst/03/022603.asp>

14 Litteraturliste

Bøger

Koller, Tim, et al Goedhart, Marc & Wessels, David (2015); " Regnskabs analyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang og Valuation – Messuring and managing the value of a company"; 6. udgave; McKinsey & Company, wiley Finance.

Sørensen, Ole (2012); "Regnskabsanalyse og værdiansættelse, En praktisk tilgang"; 4. udgave; Gjellerup/Gads Forlag.

Henry, Anthony (2008). "Understanding Strategic Management"; 1. udgave; Oxford University.

Thuren, Torsten (2013) " Viden skabs Teori, for begyndere" 2 udgave; Rosinante.

Petersen, Vriborg Petersen er al Plenborg , Thomas (2011)" Financial Statement Analysis" 1 Udgave; Pearson Education Limited.

Pandoras Hjemmeside

Årsrapport:

1. Pandora Årsrapport 2015
<http://investor.pandoragroup.com/annuals.cfm>
2. Pandora Årsrapport 2014
<http://investor.pandoragroup.com/annuals.cfm>
3. Pandora Årsrapport 2013
<http://investor.pandoragroup.com/annuals.cfm>
4. Pandora Årsrapport 2012
<http://investor.pandoragroup.com/annuals.cfm>
5. Pandora Årsrapport 2011
<http://investor.pandoragroup.com/annuals.cfm>
6. Pandora Årsrapport 2010
<http://investor.pandoragroup.com/annuals.cfm>

Investor Presentation

1. Investor Presentation Q1.
<http://investor.pandoragroup.com/results.cfm>
2. Investor Presentation Q2.
<http://investor.pandoragroup.com/results.cfm>

Prospectus

1. Prospect
<http://investor.pandoragroup.com/results.cfm>

Coinsensus Estimates

1. <http://investor.pandoragroup.com/consensus.cfm>

Databaser

Blomberg – Danske bank adgang

Thomson One – CBS bibliotek

Pandora Værdiansættelse Rapporter

The Screener, Investor Services AG; 05-okt-2016

RBC Capital Markets; RBC Europe Limited, Piral Dadhania, Richard Chamberlain, Rogerio Fujimori, Clair Huff; 12-okt-2016
Morgan Stanley; Morgan Stanley research; Elena Mariani, Louise Singlehurst, Josephine Tay; 9-okt-2016
Sydbank; Søren Løntoft Hansen; 09-aug-2016
Kepler Cheuvreux; Equity Research; Stefan Billing; 12-okt-2016
Danske Bank; Equity Research; Paul Ernst Jessen; 9-Aug-2016
SEB; Equity Research; Kristian Godiksen; 10-okt-2016
HSBC; Global Research; Anne Laure Bismuth; 3-Aug-2016
Jyske Bank; Jyske Markets; Frans Høyer; 11-Aug-2016

Artikler og online materialer

BCG: The Boston Consulting Group

1. The new World of Luxury; Caught between Growing Momentum and lasting change
<http://www.bcg.de/documents/file67444.pdf>

Business.dk

1. <http://www.business.dk/detailhandel/pandoras-thailandske-succesformel>
2. <http://www.business.dk/brancheanalyser/analyse-af-40-smykkeproducenter>

Børsen

1. <http://penge.borsen.dk/artikel/1/158270/vestas-rammes-af-protektionisme-i-kina.html>
2. <http://penge.borsen.dk/artikel/1/215622/pandora-formand-undskylder-og-lover-paa-ny.html>
3. <http://penge.borsen.dk/artikel/1/197616/pandora-fritages-for-skat-i-thailand-frem-til-2019.html>
4. <http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse-af-virksomheder.html>

Danmark's Nationalbank

1. <http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>
2. http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2003/02/2003_KVO1_ris73.pdf

Danske industri

1. Økonomiske Tendenser, Markedsfokus på Kina; september 2016

Dansk Selskab for Virksomhedsledelse

1. Faldende vækst, stagnation i verdenshandlen og protektionisme banker på, 27.jan.2016
<http://vl.dk/2016/01/faldende-vaekst-stagnation-i-verdenshandlen-og-protektionisme-banker-paa/>

Danske Bank

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

Deloitte

1. <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1>

Demetra

1. <http://www.demetra.dk/finansblog/udviklingen-i-den-indiske-demografi/>

DR.dk

1. <https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-praesident-forventer-brexit-ansoegning-i-starten-af-2017>

Euroinvestor

1. <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/05/12/pandora-analytikerne-lofter-kursmaal-ny/13369321>

EU-Oplysningen

1. Vækst i BNP

- <http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp>
2. Indbyggere og areal
http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/indbyggere_og_areal
- European Commission
1. http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2016_spring_forecast_en.htm
 2. <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tps00001>
- FashionForum
1. <http://fashionforum.dk/2016/07/01/to-danske-smykkebrands-haedret-ved-britisk-awardshow/>
- Globalis
1. <http://www.globalis.dk/Lande/USA>
- Handelsinvest
1. <http://www.handelsinvest.dk/nyheder-mainmenu-30/nyheder-fra-handelsinvest-nyhedermenu-25/398-langsigtet-analyse.html>
- Information
1. <https://www.information.dk/udland/2011/12/stigende-frygt-afmatning-kina>.
- Investeringsguld
1. <http://investeringsguld.dk/information/guldets-prisudvikling>
- KNOEMA
1. <https://knoema.com/qhswkwc/us-gdp-growth-forecast-2015-2019-and-up-to-2060-data-and-charts>
- McKinsey & Company
1. McKinsey & Company Perspectives on retail and consumer goods no. 2 Winter 2013-14, December 2013.
 2. A Multifaceted future: The jewellery industry in 2020, February 2014
<http://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/a-multifaceted-future-the-jewelry-industry-in-2020>
 3. Mapping China's middle class, June 2013
<http://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/mapping-chinas-middle-class>
 4. China's e-tail revolution
<http://www.mckinsey.com/global-themes/asia-pacific/china-e-tailing>
- Nykredit
1. http://www.nykredit.dk/marketsdk/ressourcer/dokumenter/pdf/Kreditfokus_Jun2008_dk.pdf
- Office of the United States Trade Representative
1. <https://ustr.gov/issue-areas/trade-development/preference-programs/generalized-system-preference-gsp>
- PewResearchCenter
1. <http://www.pewsocialtrends.org/2015/12/09/the-american-middle-class-is-losing-ground/>
- Professional Jeweller
1. <http://www.professionaljeweller.com/pandora-wins-second-cmj-best-collection-award/>
- PWC
1. PWC Brands: "what's in a name? Careful consideration of brand valuation issues can improve deal reporting"; march 2013; A publication from PwC's Deal Price.
- Shareholder
1. Pandora går på Børsen. S. 3
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4ZFR8Y/1095982101x0x403902/C4F75102-82A9-43CA-B262-1A941496E2E1/Pandora_brochure_2010.PDF

Statista

1. <https://www.statista.com/statistics/263762/total-population-of-the-united-states/>
2. <https://www.statista.com/statistics/332222/unemployment-rate-in-thailand/>

Udenrigsministeriet

1. Frihandelsforhandlinger mellem EU og USA
<http://um.dk/da/udenrigspolitik/handelspolitik/bilaterale-frihandelsaftaler/frihandelsforhandlinger-mellem-eu-og-usa>

U.S. Department of Commerce

1. <http://www.census.gov/popclock/world/ch>

Ædelmetaller

1. <http://www.aedelmetaller.dk/soelv/soelvpriser/>

15 Bilag

Bilag 1 Reformulering af Pandora Resultatopgørelse.

Resultatopgørelse	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Primær drift						
Omsætning	16737	11942	9010	6652	6658	6666
Produktions Omkostninger	-4544	-3519	-3011	-2223	-1798	-1941
Bruttoresultat	12193	8423	5999	4429	4860	4725
Salgs, distributions- og markedsføringsomkostninger	-4722	-3100	-2397	-2084	-2053	-1733
Administrationsomkostninger	-1657	-1251	-921	-870	-749	-576
Resultat af Primær drift (EBITDA)	5814	4072	2681	1475	2058	2416
Skat på primær drift	-1781,22	-821	-507,665	-276,06	-258,915	-419,54
Resultat af primær drift efter skat.	4032,785	3251	2173,335	1198,94	1799,085	1996,46
Dirty Surplus på drift						
Valutakursreguleringer af kapitalandele i dattervirksomheder	249	537	-355	-65	247	402
Sikrings instrumenter vedrørende råvare						
-realiseret under produktions omkostninger	-9	-5	0	0	-173	81
-realiserede under finansielle poster	23	12	0	8	-127	60
-realiseret under varbeholdninger	183	171	268	119	-231	108
-Dagsværdireguleringer	-193	-172	-341	7	38	18
Sikrings instrumenter vedrørende valutakurser:						
-Realiseret under finansielle poster	175	38	-9	102	5	2
-Dagsværdi reguleringer	-156	-62	-16	-33	-63	30
Dirty Surplus på drift i alt	272	519	-453	138	-304	701
Skat på Dirty surplus	22	5	6	-18	13	3
Dirty Surplus på drift i alt efter skat	294	524	-447	120	-291	704
Drift resultat efter skat (NOPAT)	4326,785	3775	1726,335	1318,94	1508,085	2700,46

Finansielle poster						
Finansielle indtægter	84	14	167	132	660	54
Finansielle omkostninger	-553	-214	-106	-128	-349	-218
Finansielle omkostninger i alt	-469	-200	61	4	311	-164
skatte skjold fra gæld	110,215	47	-14,335	-0,94	-73,085	38,54
Netto Finansielle om efter skat	-358,785	-153	46,665	3,06	237,915	-125,46
Finansielle omkostninger i alt efter skat	3968	3622	1773	1322	1746	2575
Skatte beregning på drift						
Finansielle omkostninger	-469	-200	61	4	311	-164
Rapporteret skat på drift	-1671	-774	-522	-277	-332	-381
Skatte skjold fra gælds finansiering	-110,215	-47	14,335	0,94	73,085	-38,54
Skat a primær drift	-1781,22	-821	-507,665	-276,06	-258,915	-419,54
Finansielle omkostninger	-469	-200	61	4	311	-164
skat procent	23,5	24,5	25	25	25	25

Bilag 2 Reformulering af Pandora Balancen

Drift aktiver	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Goodwill	2424	2080	1904	1922	1928	1905
Brand	1057	1053	1053	1053	1053	1053
Distributionsnetværk	216	268	300	331	336	366
Distributionsrettigheder	1069	1047	1042	1045	1064	1128
Andre immaterielle aktiver	683	411	318	136	95	39
Matrielle aktiver	1237	711	497	472	429	374
Udskudt skatte aktiver	879	407	276	190	209	107
Varebeholdninger	2357	1684	1490	1318	1609	1272
Finansielle instrumenter	65	99	0	4	0	0
tilgodehavender fra salg	1360	1110	895	940	900	834
tilgodehavende skatter	113	52	35	138	41	97
Andre tilgodehavender	803	404	731	498	177	533
Driftaktiver i alt (DA)	12263	9326	8541	8047	7841	7708
Drift Forpligtelser						
Hensatte forpligtelser (langsigtede)	97	61	35	7	64	536
Udskudte skatteforpligtelser	394	430	471	552	552	606
Hensatte forpligtelser (kortsigtede)	971	678	471	463	230	76
Finansielle instrumenter	214	268	148	47	0	0
Leverandørgæld	1329	804	539	219	288	245
Skyldig selskabsskatter	306	643	546	283	344	351
Anden Gæld Lang	249	0	3	2	2	18
Anden Gæld Kort	1005	630	551	645	775	486
Drift Forpligtelser i alt (DF)	4565	3514	2764	2218	2255	2318
Investeret kapital (netto driftsaktiver) NDA	7698	5812	5777	5829	5586	5390
Finansielle forpligtelser						
Lån og anden Gæld (langsigtede)	2350	0	0	151	375	0
Lån og anden gæld (kortsigtede)	257	10	49	7	10	2326
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	2607	10	49	158	385	2326
Finansielle aktiver						
Likvider	889	1131	686	341	176	1224
Andre Finansielle aktiver	159	99	48	26	34	28
Finansielle aktiver i alt. (FA)	1048	1230	734	367	210	1252
Nettofinansielle forpligtelsen (NFF)	1559	-1220	-685	-209	175	1074
Egenkapital (EK)	6139	7032	6462	6038	5411	4315

Bilag 3 Reformulering af Tiffanys & co. Resultatopgørelse og Balancen

Drift	2.015,00	2.014,00	2.013,00	
Omsætning	4.104.900,00	4.249.900,00	4.031.100,00	
Produktions Omkostninger	1.613.600,00	1.712.700,00	1.690.700,00	
Bruttoresultat	2.491.300,00	2.537.200,00	2.340.400,00	
Sals, distributions- og markedsføringsomkostninger	1.731.200,00	1.645.800,00	2.036.100,00	
Administrationsomkostninger	1.200,00	91.000,00	13.200,00	
Resultat af Primær drift	758.900,00	800.400,00	317.500,00	
Skat	257.515,00	268.710,50	89.150,00	
Resultat af Primær drift efter skat	501.385,00	531.689,50	228.350,00	
Finansering				
Finansielle indtægter	-	-	-	
Finansielle omkostninger	49.000,00	62.900,00	62.600,00	
Resultat før skat	709.900,00	737.500,00	254.900,00	
Skat	-11.515,00	-15.410,50	-15.650,00	
Resultat af Finansering efter skat	721.415,00	752.910,50	270.550,00	
Drift aktiver	2015	2014	2013	2012
net receivables	206.400	195.200	289.826	253.506
Investory	2.225.000	2.362.100	2.326.580	2.234.334
Other current assets	190.400	220.000	244.947	157.548
Fixed assets	935.800	899.500	855.095	818.838
Other assets	302.700	346.200	390.478	354.038
Deferred asset Charges	382.800	426.100	278.390	306.385
Drift aktiver i alt	4.243.100	4.449.100	4.385.316	4.124.649
Drift forpligtelser				
Accounts Payble	356.200	357.900	374.066	325.911
Other current liabilities	67.900	66.100	70.309	66.647
other liability	617.100	724.900	488.624	570.978
Deferred liability charges	55.100	64.500	81.865	96.724
Drift forpligtelser	1.096.300	1.213.400	1.014.864	1.060.260
NDA i alt	3.146.800	3.235.700	3.370.452	3.064.389
Financerings forpligtelser				
Long term debt	798.100	882.500	751.154	765.238
Short term Debt7 current portion of long term debt	305.800	234.000	252.365	194.034
Financerings forpligtelser i alt	1.103.900	1.116.500	1.003.519	959.272
Financerings aktiver				
Short term investment	43.000	1.500	21.257	1.363
Cash and cash Equivalents	843.600	730.000	345.778	504.838
Financerings aktiver i alt	886.600	731.500	367.035	506.201
NFF	217.300	385.000	636.484	453.071
Egenkapital	2.929.500	2.850.700	2.733.968	2.611.318

Bilag 4 Reformulering af Richemont Resultatopgørelse og Balancen

Drift					
Sales	11.076,00	10.410,00	10.023,00	10.150,00	8.868,00
cost of sales	3.958,00	3.534,00	3.532,00	3.631,00	3.217,00
Gross profit	7.118,00	6.876,00	6.491,00	6.519,00	5.651,00
Selling and distribution expenses	2.950,00	2.554,00	2.309,00	2.265,00	1.961,00
Communication expenses	1.093,00	1.010,00	927,00	939,00	854,00
Administrative expenses	992,00	874,00	827,00	876,00	745,00
Other operating (expense)/income	22,00	2,00	1,00	13,00	43,00
Drift i alt	2.061,00	2.436,00	2.427,00	2.426,00	2.048,00
Skat af drift	369,53	602,485	397	381,75	322,75
Drift i alt efter skat	1.691,47	1.833,52	2.030,00	2.044,25	1.725,25
Ikke kerne drift					
Share of post-tax results of equity-accounted investments	5	12	5	4	9
Gain on disposal of investment property	0	234	0	0	0
Loss for the year from discontinued operations	539	2	12	0	0
ikke kerne drift i alt	544	248	17	4	9
Finansille drift					
Finance costs	166	972	173	158	314
Finance income	168	19	245	111	79
Finansille drift i alt	-2	953	-72	47	235
Skat	-0,47	233,485	-18	11,75	58,75
Finansille drift i alt efter skat	-1,53	719,515	-54	35,25	176,25
Skatte skjold					
skatte procent	-0,47	233,485	-18	11,75	58,75
	23,5	24,5	25	25	25

Drift aktiviteter					
Property, plant and equipment	2476	2446	1966	1787	1529
Goodwill	291	320	562	561	479
Other intangible assets	421	461	403	391	316
Equity-accounted investments	1283	115	13	11	10
Deferred income tax assets	700	701	479	441	461
Inventories	5345	5438	4455	4326	3669
Trade and other receivables	1021	1071	933	922	741
Derivative financial instruments	41	41	109	50	27
Prepayments	135	140	101	100	116
Cash at bank and on hand	4569	5654	3389	2443	1634
Drift aktiviteter i alt	16282	16387	12410	11032	8982
Drift forpligtelser					
Deferred income tax liabilities	10	71	60	39	24
Employee benefits obligation	290	237	86	99	110
Provisions	79	96	191	176	158
Trade and other payables	1526	1514	1325	1324	1309
Current income tax liabilities	268	236	364	282	299
Trade and other payables	93	160	5	83	124
Current income tax liabilities	211	277	168	172	163
Drift forpligtelser i alt	2477	2591	2199	2175	2187
NDA	13805	13796	10211	8857	6795
Finansielle forpligtelser					
Borrowings	379	405	318	345	22
Other long-term financial liabilities	124	133	192	167	167
Borrowings	77	186	76	142	66
Liabilities of disposal group held for sale	0	213	0	0	0
Bank overdrafts	2021	2502	1175	1453	764
Finansielle forpligtelser i alt	2601	3439	1761	2107	1019
Finansielle aktiver					
Investment property	191	70	345	367	64
Financial assets held at fair value through profit or loss	7	11	9	59	69
Other non-current assets	398	398	315	327	255
Financial assets held at fair value through profit or loss	3247	2858	2839	2712	2400
Assets of disposal group held for sale	0	726	0	0	0
Finansielle aktiver i alt	3843	4063	3508	3465	2788
NFF	-1242	-624	-1747	-1358	-1769
EQ	15047	14421	11958	10215	8564

Bilag 5 Analyse fra RBC

Sammenligning	RBC					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning	16737	20049	23260	26390	29436	32278
Ændring I %		19,8%	16,0%	13,5%	11,5%	9,7%
Brutto profit		15036,75	17212,4	19396,65		
Brutto Marginal		75,00%	74,00%	73,50%	73,7	73,9
EBITDA		7619	8606	9634	10701	11694
margin EBITDA		38,00%	37,00%	36,51%	36,4%	36,2%
EBIT		7053	7937	8863	9827	10711
Margin EBIT		35,18%	34,12%	33,58%	33,4	33,2
Net Profit		5556	6248	6963	7720	8415
Margin Netprofit		27,71%	26,86%	26,38%	26%	26%
EPS		47,93	56,36	65,07		
ROIC	0,581	0,687	0,699	0,687	0,685	0,683
Gearing						
P/E						

Hvor er omsætningen	RBC					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
US	6537	7176	7812	8359	8861	9304
Vækst		10%	9%	7%	6%	5%
EU	7548	9231	10584	11854	13040	14083
vækst		22%	15%	12%	10%	8%
Asien	2652	3642	4863	6176	7535	8892
Vækst		37%	34%	27%	22%	18%
Gruppe	16737	20049	23260	26390	29436	32278
vækst		20%	16%	13%	12%	10%

Ændringer i NDA	RBC					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
total non current assets	7724	7894	8441	8985	9579	10209
		2%	7%	6%	7%	7%
Total Current assets	5587	7448	8551	10011	11683	13579
		33%	15%	17%	17%	16%
Total Assets	13311	15342	16992	18996	21262	23788
		15%	11%	12%	12%	12%
Non current liabilities	3090	4720	4720	4720	4720	4720
		53%	0%	0%	0%	0%
Current liabilities	4082	4218	4520	4798	5017	5217
		3%	7%	6%	5%	4%
Total Equity	6139	6404	7752	9478	11525	13851
		4%	21%	22%	22%	20%
Total liability	13311	15342	16992	18996	21262	23788
		15%	11%	12%	12%	12%
FCF	2.449	5.464	5.067	5.777	6.722	7.420

Bilag 6 Analyse fra KEPLER

Sammenligning	KEPLER					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning	16737	20300	23300	25600		
Ændring i %		21%	15%	10%		
Brutto profit		15225	17242	18944		
Brutto Marginal		75%	74%	74%		
EBITDA		7800	8900	9800		
margin EBITDA		38%	38%	38%		
EBIT	5929	7261	8353	9207		
Margin EBIT		36%	36%	36%		
Net Profit	3674	5763	6450	7084		
Margin Netprofit	22%	28%	28%	28%		
EPS	30,88	50,48	58,33	66,11		
ROIC		0,709	0,743	0,779		
Gearing		0,368	0,583	0,743		
P/E	19,6	15,9	13,6	12		

Hvor er omsætningen	KEPLER					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
US						
Vækst						
EU						
vækst						
Asien						
Vækst						
Gruppe	16737	20319	23258	25602		
vækst	0,402	0,214	0,145	0,101		

Ændringer i NDA	KEPLER					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
total non current assets	7724	8689	9103	9377		
Total Equity	6139	6432	5897	5573		
FCF	2.397	5.099	5.873	6.664		

Bilag 7 Analyse fra SEB

Sammenligning	SEB					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning	16737	20263	23420	26984	30879	34857
Ændring i %		21,07%	15,58%	15,22%	14,43%	12,88%
Brutto profit	12193	15197	17377	19968	22850	25620
Brutto Marginal	72,85%	75,00%	74,20%	74,00%	74,00%	73,50%
EBITDA	6214	7802	9029	10458	12077	13456
margin EBITDA	37,13%	38,50%	38,55%	38,76%	39,11%	38,60%
EBIT	5814	7274	8384	9741	11271	12548
Margin EBIT	34,74%	35,90%	35,80%	36,10%	36,50%	36,00%
Net Profit	3674	5719	6521	7594	8804	9568
Margin Netprofit	21,95%	28,22%	27,84%	28,14%	28,51%	27,45%
EPS	31,00	51,30	61,20	75,10	93,10	108,10
ROIC						
Gearing						
P/E						

Hvor er omsætningen	SEB					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
US	6537	7129	7638	8192	8845	9694
Vækst		9,1%	7,1%	7,3%	8,0%	9,6%
EU	7548	9483	10985	12734	14607	16210
vækst		25,6%	15,8%	15,9%	14,7%	11,0%
Asien	2652	3651	4797	6058	7427	8953
Vækst		37,7%	31,4%	26,3%	22,6%	20,5%
Gruppe	16737	20263	23420	26984	30879	34857
vækst		21,1%	15,6%	15,2%	14,4%	12,9%
FCF		4612	5816	6882	7901	8811

Sammenligning	Danske bank					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning	16737	20843	23875	26748	28813	
Ændring i %		24,53%	14,55%	12,03%	7,72%	
Brutto profit		15245	17070	19169	21043	
Brutto Marginal		73,14%	71,50%	71,67%		
EBITDA	6738	7793	8708	9857		
margin EBITDA	40,26%	37,39%	36,47%	36,85%		
EBIT	6338	7922	8761	9858		
Margin EBIT	37,87%	38,01%	36,70%	36,86%		
Net Profit	4198	5892	6297	7074		
Margin Netprofit	25,08%	28,27%	26,37%	26,45%		
EPS	35,10	53,30	58,20	64,60		
ROIC	0,52	0,547	0,562	0,589		
Gearing	0,28	-0,197	-0,361	-0,467		
P/E	24,9	15,3	14	12,6		
Hvor er omsætningen	Danske bank					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
US	6537	7084	7715	8266	8791	
Vækst		8,37%	8,91%	7,14%	6,35%	
EU	7548	9589	10854	12031	13079	
vækst		27,04%	13,19%	10,84%	8,71%	
Asien	2652	3718	4933	6022	6944	
Vækst		40,20%	32,68%	22,08%	15,31%	
Gruppe	16737	20843	23875	26748	28814	
vækst	40,20%	24,50%	14,50%	12,00%	7,72%	
FCF	2587	5381	6324	7155		

Bilag 9 Analyse fra HSBC

Sammenligning	HSBC					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning	16737	20900	24000	27000		
Ændring i %		24,87%	14,83%	12,50%		
Brutto profit	12193	15608	17691	19852		
Brutto Marginal	72,85%	74,68%	73,71%	73,53%		
EBITDA	6214	7980	9003	10109		
margin EBITDA	37,13%	38,18%	37,51%	37,44%		
EBIT	5814	7370	8283	9295		
Margin EBIT	34,74%	35,26%	34,51%	34,43%		
Net Profit	3674	5878	6638	7517		
Margin Netprofit	21,95%	28,12%	27,66%	27,84%		
EPS	30,67	51,65	58,33	66,05		
ROIC	0,605	0,74	0,751	0,798		
Gearing						
P/E						
FCF	3200	4697	5887	6975		

Sammenligning	Jyskebank					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning	16737	20465	23538	26302	27140	28529
Ændring i %		22,27%	15,02%	11,74%	3,19%	5,12%
Brutto profit	12193	15226	17301	19201	19676	20541
Brutto Marginal		74,40%	73,50%	73,00%	72,50%	72,00%
EBITDA	6214	7854	8936	9928	10226	10717
margin EBITDA		38,4%	38,0%	37,7%	37,7%	37,6%
EBIT	5345	7330	8303	9287	9601	10051
Margin EBIT	31,94%	35,82%	35,27%	35,31%	35,38%	35,23%
Net Profit	3674	5791	6560	7337	7297	7639
Margin Netprofit		0,283	0,279	0,279	0,269	0,268
EPS	31,1	51,2	60,6	70,1	71,2	76,2
ROIC	0,521	0,68	0,662			
Gearing		-1570,8	-1787,2	-1985,6	-2045,2	-2143,4
P/E	23,3	51,2	60,6	70,1		

Hvor er omsætningen	Jyskebank					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
US	6537	7379	8532	9494		
Vækst		12,9%	15,6%	11,3%		
EU	7548	9198	9947	10831		
vækst		21,9%	8,1%	8,9%		
Asien	2652	3888	5060	5977		
Vækst		46,6%	30,1%	18,1%		
Gruppe	16737	20465	23538	26302		
vækst		22,3%	15,0%	11,7%		
FCF	1968	4835	5980	6276	6666	6221

Bilag 11 Analyse fra J.P. Morgan

Sammenligning	Morgan stanley					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætning		20529,9				
Ændring i %						
Brutto profit		15277,1				
Brutto Marginal		0,744				
EBITDA		7836,9				
margin EBITDA		0,382				
EBIT		7390,4				
Margin EBIT		0,36				
Net Profit		5739,1				
Margin Netprofit		0,28				
EPS		49,95				
ROIC						
Gearing						
P/E						

Hvor er omsætningen	Morgan stanley					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
US		7111,9				
Vækst						
EU		9619,8				
vækst						
Asien		3798,2				
Vækst						
Gruppe		20529,9				
vækst						

Bilag 12 Sammenlignings analyse

Analyse	WACC	Target price	Point
Egen	7,21%	1.301	1
Danske Bank	7,90%	1.080	2
SEB	8,00%	1.350	3
Kepler	8,25%	1.100	4
Morgan stanley	8,50%	950	5
RBC	8,70%	1.100	6
HSBC	8,90%	1.100	7
Jyske Bank	9,40%	1.000	8

Analyse	Omsætnings vækst	Target price	Point
SEB	33,17%	1.350	1
RBC	31,63%	1.100	2
Egen	31,13%	1.301	3
HSBC	29,19%	1.100	4
Jyske Bank	28,52%	1.000	5
Danske Bank	28,33%	1.080	6
Kepler	26,00%	1.100	7

Analyse	EBITDA Marginal	Target price	Point
SEB	38,60%	1.350	1
Kepler	38,30%	1.100	2
Morgan stanley	38,20%	950	3
Jyske Bank	38,03%	1.000	4
HSBC	37,71%	1.100	5
RBC	37,17%	1.100	6
Danske Bank	36,90%	1.080	7
Egen	36,22%	1.301	8

Analyse	Samlet point	gennemsnit	Pris
SEB	5	1,7	1350
Egen	12	4,0	1301
Morgan stanley	8	4,0	950
Kepler	13	4,3	1100
RBC	14	4,7	1100
Danske Bank	15	5,0	1080
HSBC	16	5,3	1100
Jyske Bank	17	5,7	1000

Bilag 13 Budget

	2015	2016	2 HE 2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal
Nord og syd america	6537	7583	8190	8517	8858	9124	9397	9679	9970	10269	10423	10579
% stigning	0,320	0,160	0,080	0,040	0,040	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,015	0,015
Europa	7548	9133	10503	11658	12591	13221	13749	14299	14728	15170	15398	15629
% stigning	0,420	0,210	0,150	0,110	0,080	0,050	0,040	0,040	0,030	0,030	0,015	0,015
Asien	2652	3978	5569	6962	8006	8606	9036	9488	9868	10164	10316	10471
% stigning	0,580	0,500	0,400	0,250	0,150	0,075	0,050	0,050	0,040	0,030	0,015	0,015
Omsætning	16737	20694	24262	27137	29455	30950	32183	33467	34566	35603	36137	36679
% stigning		0,236	0,172	0,119	0,085	0,051	0,040	0,040	0,033	0,030	0,015	0,015
Produktions omkostninger	4544	5794	6915	7870	8395	9285	9494	9705	9678	9969	10118	10270
% vise del af omsætningen	0,271	0,280	0,285	0,290	0,285	0,300	0,295	0,290	0,280	0,280	0,280	0,280
Overskud efter drift omk.	12193	14900	17347	19267	21060	21665	22689	23761	24887	25634	26018	26409
Bruto marginal	0,729	0,720	0,715	0,710	0,715	0,700	0,705	0,710	0,720	0,720	0,720	0,720
markedsførings omk.	1607	1780	1844	1791	1649	1733	1802	1874	1936	1994	2024	2054
% Vise del af omsætningen	0,096	0,086	0,076	0,066	0,056	0,056	0,056	0,056	0,056	0,056	0,056	0,056
Salgs og distributions omk	3165	3830	4443	4932	5326	5646	5872	6107	6290	6478	6576	6674
% del af omsætningen		0,210	0,160	0,110	0,080	0,060	0,040	0,040	0,030	0,030	0,015	0,015
Administrationsomkostninger	1657	1964	2251	2514	2750	2950	3126	3281	3404	3506	3559	3612
% stigning		0,185	0,146	0,117	0,094	0,073	0,060	0,050	0,038	0,030	0,015	0,015
EBITDA	5764	7326	8809	10031	11335	11336	11889	12500	13258	13655	13860	14068
EBITDA margin	0,344	0,354	0,363	0,370	0,385	0,366	0,369	0,373	0,384	0,384	0,384	0,384
Skatte betaling	1787	1538	1850	2106	2380	2381	2497	2625	2784	2868	2911	2954
Skatte procent	0,310	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210	0,210
Overskud fra drift efter skat.	3977	5788	6959	7924	8954	8956	9393	9875	10474	10788	10950	11114
Marginal	0,238	0,280	0,287	0,292	0,304	0,289	0,292	0,295	0,303	0,303	0,303	0,303

Arbejdes kapital												
Kortfristede aktive												
Udskudt skatte aktiver	879	890	970	950	948	997	1036	1078	1113	1146	1164	1181
	0,053	0,043	0,040	0,035	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
Varebeholdninger	2357	2929	3518	3935	4271	4488	4667	4853	5012	5162	5240	5318
	0,141	0,142	0,145	0,145	0,145	0,145	0,145	0,145	0,145	0,145	0,145	0,145
tilgodehavender fra salg	1360	1635	1892	2117	2297	2414	2510	2610	2696	2777	2819	2861
	0,081	0,079	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078
tilgodehavende skatter	113	195	228	255	277	291	303	315	325	335	340	345
	0,007	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
Andre tilgodehavender	803	1186	1390	1555	1688	1773	1844	1918	1981	2040	2071	2102
	0,048	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057
Kortfristede aktive i alt	5512	6835	7999	8812	9482	9963	10360	10773	11127	11461	11633	11807
Udvikling i %		0,240	0,170	0,102	0,076	0,051	0,040	0,040	0,033	0,030	0,015	0,015
Kortfristede Pasiver												
Udskudte skatteforpligtelser	394	414	485	543	589	619	644	669	691	712	723	734
	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Hensatte forpligtelser (kortsigtede)	971	1122	1315	1471	1596	1678	1744	1814	1873	1930	1959	1988
	0,058	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054
Leverandørgæld	1329	1635	1917	2144	2327	2445	2542	2644	2731	2813	2855	2898
	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079	0,079
Skyldig selskabsskatter	306	414	485	543	589	619	644	669	691	712	723	734
	0,018	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Anden Gæld Kort	1005	1200	1407	1574	1708	1795	1867	1941	2005	2065	2096	2127
		0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058	0,058
Kortfristede Pasiver I alt	4005	4784	5609	6274	6810	7156	7441	7738	7992	8231	8355	8480
Udvikling i %		779	5609	1490	1201	882	631	582	551	494	363	249

Anlægskapital												
Langfristedede Aktiver												
Goodwill	2424	2507	2507	2507	2507	2507	2507	2507	2507	2507	2507	2507
		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Brand	1057	1057	1057	1057	1057	1057	1057	1057	1057	1057	1057	1057
Distributionsnetværk	216	205	194	184	173	162	151	140	130	130	130	130
		-10,80	-10,80	-10,80	-10,80	-10,80	-10,80	-10,80	-10,80	0,00	0,00	0,00
Distributionsrettigheder	1069	1069	1069	1069	1069	1069	1069	1069	1069	1069	1069	1069
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre immaterielle aktiver	683	731	782	837	895	958	1025	1097	1174	1256	1256	1256
		0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Matrielle aktiver	1237	1597	1957	2317	2677	3037	3037	3037	3037	3037	3037	3037
		360	360	360	360	360	0	0	0	0	0	0
Langfristedede Aktiver i alt	6686	7166	7566	7970	8378	8790	8846	8907	8973	9055	9055	9055
		0,0718	0,0559	0,0534	0,0512	0,0492	0,0064	0,0069	0,0074	0,0092	0,0000	0,0000
langsigtede Passiver												
Hensatte forpligtelser (langsigtede)	97	106	124	138	150	158	164	171	176	182	184	187
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Anden Gæld Lang	249	271	271	271	271	271	271	271	271	271	271	271
		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langsigtede passiver i alt	346	377	395	409	421	429	435	442	447	453	455	458
		0,088	0,058	0,087	0,067	0,048	0,033	0,030	0,028	0,025	0,018	0,012
										0	0	0
NDA	7847	8840	9562	10098	10629	11169	11330	11501	11661	11832	11878	11924
Årlig tilvækst i aktiver		993	722	537	530	540	162	171	160	171	46	46
		0,11	0,08	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00