



Værdiansættelse af Pandora A/S

Afhandling - HD 2. Del I Regnskab og Økonomistyring

August 2020 – Copenhagen Business School

Udarbejdet af: Khaled Mohammad Hussein, studienummer 128832

Vejleder: Ole Sørensen

Antal anslag: $150.722 / 2.275 = 66$ sider

Indholdsfortegnelse

1 Abstract.....	4
2 Indledning	5
2.1 Problemformulering.....	6
2.1.1 Underspørgsmål	6
2.2 Afgrænsning	6
2.3 Struktur	7
2.4 Metode og modelvalg	7
2.4.1 Strategiske analyse	8
2.4.2 Regnskabsanalyse	9
2.4.3 Værdiansættelsen.....	10
2.5 Dataindsamling	10
3 Virksomhedsbeskrivelse	11
3.1 Historie.....	11
3.2 Pandoras mission og vision	12
3.2.1 Pandoras strategi.....	12
3.2.1.1 Fremgang i Programme NOW	13
3.3 Pandoras markeder.....	13
3.4 Pandoras salgskanaler.....	15
3.5 Pandoras produktkategorier	16
4 Strategiske analyse	18
4.1 Eksterne analyse	18
4.1.1 PESTEL-modellen	19
4.1.2 Porters Five Forces	30
4.2 Interne analyser	34
4.2.1 BCG-modellen.....	34
4.2.2 PLC-kurven	37
4.2.3 Porters værdikæde	39
4.3 Delkonklusion.....	43
5 Regnskabsanalyse.....	45
5.1 Reformulering af balancen.....	45
5.2 Reformulering af resultatopgørelsen.....	47
5.3 Rentabilitetsanalyse.....	50
5.3.1 Niveau 1: Dekomponering af ROE	52
5.3.2 Niveau 2: Dekomponering af ROIC	54
5.3.3 Niveau 3: Dekomponering af OG/AOH	55
5.4 Delkonklusion.....	57
6 Budgettering	58
6.1 Budgetperiode	58
6.2 Budgetforudsætninger.....	59
6.3 Vækstrate for salg	60
6.4 Effektive skatteprocent.....	61
6.5 Overskudsgraden	61
6.6 Aktivernes omsætningshastighed	63
6.7 Frie Cash Flow	65
6.8 Delkonklusion.....	66

7 Værdiansættelse	67
7.1 DCF-modellen.....	67
7.2 Kapitalomkostninger (WACC).....	67
7.2.1 Estimering af ejernes afkastkrav.....	68
7.2.2 Långivernes afkastkrav	71
7.2.3 Kapitalstruktur	73
7.2.4 Beregning af WACC.....	74
7.3 Værdiansættelse efter DCF-modellen.....	74
8 Følsomhedsanalyse	76
8.1 Delkonklusion.....	77
9 Værdiansættelse - Multiple analyse.....	77
10 Konklusion.....	78
11 Litteraturliste.....	80
11.1 Bøger	80
11.2 Hjemmesider.....	81
11.3 Internet links/online artikler	81
11.5 Årsrapporter	85
12 Bilag	85
12.1 Bilagsoversigt	85
12.1.1 Bilag 1: Tavex – Diagram over guldprisen	86
12.1.2 Bilag 2: Tavex – Diagram over sølvprisen	87
12.1.3 Bilag 3: Boston Consulting Group modellen (BCG matrix).....	87
12.1.4 Bilag 4: Porters værdikæde.....	87
12.1.5 Bilag 5: Sammendragne reformuleret balance	88
12.1.6 Bilag 6: Proforma opgørelse - resultatopgørelse	88
12.1.7 Bilag 7: Proforma opgørelse – balance	89
12.1.8 Bilag 8: Beregning af FCF	89
12.1.9 Bilag 9: Margin ift. omsætning - resultatopgørelse	90
12.1.10 Bilag 10: Margin ift. omsætning - balance	90
12.1.11 Bilag 11: Estimering af ejernes- og långivernes afkastkrav.....	91
12.1.12 Bilag 12: Følsomhedsanalyse - aktieberegning ved ændring af WACC og g	91
12.1.13 Bilag 13: Dansk 10-årig statsobligation.....	92

1 Abstract

Pandora A/S is an international Danish jewellery manufacturer and retailer founded in 1982. The Company is known for its customizable charm bracelets, designer rings and necklaces. Pandora became stock listed on the NASDAQ OMX Copenhagen stock exchange in 2010. The opening stock price was at 210 in the morning and only half an hour later it was increased to DKK 238. The stock price increased rapidly to DKK 366 within a half year and in the same year 2011 the stock price decreased to DKK 54. A few years later in 2016 the stock price increased to DKK 999,5 and December 31, 2019 the stock price decreased to DKK 279,1. The development of the stock price is very interesting and makes us wonder if the current stock price is determined correctly.

The purpose of this project is to estimate a valuation of Pandora A/S to determine the stock price December 31, 2019. In order to do that the valuation, must be divided into a strategic section, a financial- and profitability section, budgeting and the valuation itself.

The strategic analysis includes an analysis of the external- and the internal environment. An analysis of the external environment consists of a PESTEL analysis which is used to analyze the outside world and Porters Five Forces which is used to analyze the jewellery industry. An analysis of the internal environment includes an analysis of Pandora's products and value chain.

The financial analysis includes prepared statements and a profitability analysis over Pandora's past five years. Based on the strategic analysis, financial analysis as well as the profitability analysis, a five-year budget will be prepared for Pandora. With the help of the budget, Pandora's five-year cash flow will be estimated, and the terminal value determined.

Based on several underlying drivers, WACC will be calculated. A valuation of Pandora can now be made. Based on the determined terminal value and calculated WACC, Pandora's future free cash flow will be discounted, and the stock price will be calculated using the DCF model. Due to the uncertainty associated with the calculated stock price, a sensitivity analysis will be made on primary variables.

The stock price was calculated to DKK 777,7 per 31. December 2019. The market stock price was 279,1 per 31. December 2019. It can be concluded that the market stock price is underestimated when the stock prices are compared.

2 Indledning

Pandora A/S er et dansk internationalt børsnoteret smykkevirksomhed, som blev stiftet i 1982. Pandora designer, fremstiller og markedsfører smykker af høj kvalitet til tilgængelige priser. Pandoras smykker sælges i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter¹.

Pandora har oplevet mange ændringer efter børsnoteringen i 2010, både negative- såvel som positive. Aktien har været rimelig volatil, hvor den er blevet ramt af store udsving inden for et kort tidsrum. Som nævnt blev Pandora børsnoteret på NASDAQ OMC Københavns Fondsbørs i 2010², hvor aktien på Pandoras første dag om morgenen blev vurderet til DKK 210 og allerede en halv time efter steg kursen til DKK 238³.

Aktiekursen fortsatte sin stigning i høj fart og på blot et halvt år udgjorde aktiekursen DKK 366⁴, hvor den i samme år i 2011 faldt gevaldigt og endte på DKK 54⁵. Efter nogle år i 2016 steg aktiekursen til DKK 999,5⁶, hvilket er det højeste Pandora har oplevet hidtil. Aktiekursen foretog derefter et dyk til DKK 279,1 d. 31. december 2019⁷.

Den volatile samt svingende og interessante kursudvikling er grunden til, at jeg har valgt at arbejde med en værdiansættelse af Pandora med henblik på, at undersøge om Pandoras aktiekurs på DKK 279,1 pr. 31. december 2019 er over- eller undervurderet.

¹ Pandora, Om Pandora

² Pandora, Om Pandora

³ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/pandora-banker-ind-paa-boersen>

⁴ Børsen, Pandora

⁵ Børsen, Pandora

⁶ Børsen, Pandora

⁷ Børsen, Pandora

2.1 Problemformulering

Pandoras turbulente, men også interessante kursudvikling efter dennes børsnotering i 2010, har skabt en forundring om, aktiekursen pr. 31. december 2019 er korrekt fastsat, eller om fastsættelsen er bygget på spekulationer. Det vil derfor være interessant at undersøge, hvilket af de to tilfælde gør sig gældende, for derefter at finde ud af om Pandoras aktie er over- eller undervurderet.

Formålet med afhandlingen er at foretage en værdiansættelse af Pandora A/S pr. 31.12.2019 for at kunne vurdere om, den børsnoteret aktiekurs er over- eller undervurderet ved at sammenholde den teoretiske aktiekurs med den børsnoteret aktiekurs.

”Er Pandora A/S aktiekurs pr. 31. december 2019 over- eller undervurderet i forhold til den teoretiske kursværdi?”

2.1.1 Underspørgsmål

For at understøtte besvarelsen af problemformuleringen opstilles følgende underspørgsmål:

- Hvilke interne og eksterne strategiske faktorer påvirker Pandora?
- Hvordan har Pandora A/S rentabilitet udviklet sig i de seneste år?
- Hvordan forventes Pandora A/S at udvikle sig fremadrettet?
- Hvad er den teoretiske værdi for Pandora A/S baseret på den udarbejdede analyse?

2.2 Afgrænsning

I den finansielle og ikke finansielle analyse afgrænses der kilder, information og data der er udgivet efter d. 16. februar 2020. Dog vil det i enkelte tilfælde, hvis informationen findes relevant i forhold til analysen medtages.

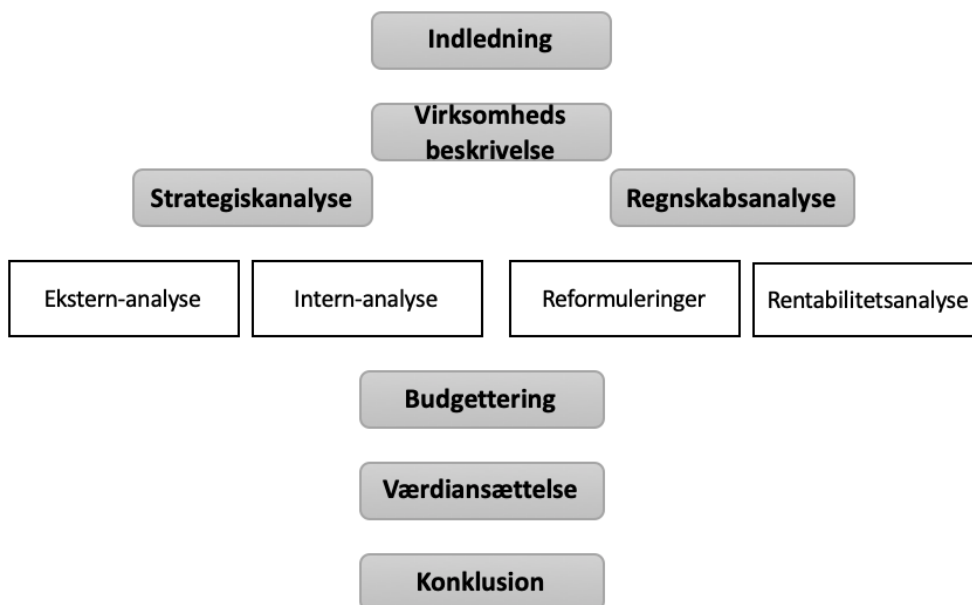
Der vil ikke på nogen måder være kontakt til Pandora for årsagsforklaringer på den historiske eller fremtidige præstation.

Derudover vil de interne og eksterne modeller i den strategiske analyse afgrænses således, at kun de modeller der findes relevante for den videre udarbejdelse af værdiansættelsen samt analyse af Pandora medtages. Dog er der flere modeller, der også er af relevant karakter, men grundet omfanget af afhandlingen er valget af modeller afgrænset.

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i Pandoras årsregnskaber for 2015 til 2019. Budgetperioden vil afgrænses til fem år fra 2020 til 2024, da det vil give et mere retvisende billede og et mere sikkert skøn.

2.3 Struktur

Dette afsnit viser strukturen og metoden for besvarelsen af de opstillede problemstillinger. Rapporten indledes med en beskrivelse af Pandora således at læserne får et kendskab til virksomheden. Herefter vil der blive foretaget en strategisk analyse, bestående af en ekstern og intern analyse, med henblik på at få et indblik i Pandoras økonomiske stilling. Derefter bliver læserne præsenteret for regnskabsanalysen, hvor der vil blive udarbejdet reformuleringer samt en rentabilitetsanalyse. Med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalyse foretages der en budgettering, som anvendes til den efterfølgende værdiansættelse. Afhandlingen afsluttet med en konklusion.



Figur 1 – Egen tilvirkning

2.4 Metode og modelvalg

Ovenstående afsnit gav et overordnet billede af afhandlingens opbygning, hvorimod dette afsnit vil fremhæve de modeller, der vil blive benyttet i afhandlingen, hvilket er det essentielle ved analysens udarbejdelse.

Afhandlingen vil bestå af to hovedafsnit, den strategiske afsnit, som afsluttes med en SWOT-analyse og et regnskabs-/finansieringsafsnit, som afsluttes med budgetteringen og selve værdiansættelsen.

2.4.1 Strategiske analyse

Den strategiske analyse er delt op i en ekstern analyse og en intern analyse. Til analysen af den eksterne del anvendes en omverdens analyse PESTEL-modellen samt en brancheanalyse, Porters Five Forces. Til den interne analyse anvendes BCG-Modellen og PLC-kurven samt værdikæden.

PESTEL-modellen er valgt for at vurdere de makroøkonomiske forhold, som har en indflydelse på Pandora, og en betydning for Pandoras evne til at skabe værdi ud fra følgende forhold: Politiske (P)-, Økonomiske (E)-, Sociokulturelle (S)-, Teknologiske (T)-, Miljømæssige (E) og Lovgivningsmæssige (L) forhold⁸, som denne har inddelt omverdenen efter.

PESTEL-modellen bliver kritiseret for at give et historisk og nutidsbillede af virksomheden fremfor et fremtidsbillede, hvilket er væsentligt i forhold til udarbejdelsen af strategien. Dog kan der argumenteres for, at et kig på fortiden kan give et godt udgangspunkt, og i visse tilfælde kan bruges til at forecaste fremtiden, hvis virksomhedens udvikling forløber jævnt. Modellen bliver også kritiseret for, at denne kun kan skabe et billede af situationen, og ikke hvordan man kan arbejde med de udefrakommende faktorer, for at kunne håndtere eventuelle scenerier.

Den anden model i den eksterne analyse er en brancheanalyse, Porters Five Forces, udviklet af Michael Porter. Modellen har til formål at analysere attraktiviteten og konkurrencesituationen i den globale smykkebranche ved hjælp af følgende markedskræfter: truslen fra nye indtrængere, købernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke, trusler fra substituerende produkter og rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen⁹.

Denne model har ligeledes kritiske punkter. Et af dem er at den ses at være statisk, hvilket vil sige, at den giver et billede af virksomhedens nuværende situation, og tager ikke højde for forandring i branchen. Man skal derfor være opmærksom, når man anvender modellen, og ofte være ajourført med branchens udvikling. Herudover får man indtrykket af, at modellens fem markedskræfter er lige relevante, hvilket ikke er tilfældet. Hvis man forholder sig realistisk, kan det ses, at nogle kræfter er af mere betydning end andre afhængigt af den branche, man befinder sig i.

Når den eksterne analyse er klarlagt, vil vi kigge på den interne analyse. Til brug for den interne analyse er der udvalgt følgende modeller: BCG-modellen, PLC kurven og Porters værdikæde.

⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse 5. udgave – En praktisk tilgang af Ole Sørensen side 61

⁹ <http://betabox.dk/2016/08/04/porters-five-forces/>

PLC-kurven er inddraget som et tillæg til BCG-modellen. Disse to modeller har samme formål, at overvære og analysere Pandoras produktportefølje og forretningsområder, hvilket gør det muligt for Pandora at være ajourført med hvilke faser de forskellige produkter befinder sig i, og bevæger sig hen (vækst- og omsætningsmæssigt) ved at placere de produkter af væsentlige karakter i en matrix og kurve.

BCG-modellen kritiseres for sin åbenlyse simplicitet da der ligger mere i at, definere et marked og hvad en virksomheds markedsandel består af. En anden implicit antagelse er, at produkterne plottet i matricen er uafhængige af hinanden¹⁰, det vil sige, at modellen undergraver idéen om synergieffekt imellem de forskellige SBU'er.

Porters værdikæde er med til at identificere Pandoras hovedkategorier af aktiviteter og de konkurrencemæssige fordele, som denne besidder. Modellen spiller en vigtig rolle i forhold til at fastslå andelen af værdi, der skabes fra hver enkelt aktivitet, samt hvilke aktiviteter der skaber værdien.

"Værdikæden bliver kritiseret for ikke at kunne bruges i servicevirksomheder" af Stabell & Fjeldstad.

Ydermere bliver den kritiseret for at give et billede af virksomhedens nuværende situation og ikke et billede af fremtiden. Dog er modellen fordelagtig at anvende til at få virksomhedens blik rettet mod bemærkelsesværdige tiltag, der skal forbedres. Modellen kritiseres også for at være gammel og har behov for en opdatering, samt at den mest er velegnet til anvendelse i større produktionsvirksomheder og ikke mindre forskellige typer virksomheder.

Den strategiske analyse afsluttes med en SWOT-analyse hvor ovenstående analyser skaber grundlag for vurderingen af Pandoras eksterne forhold: muligheder og trusler og interne forhold: styrker og svagheder.

2.4.2 Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil jeg på baggrund af Pandoras årsrapporter foretage en reformulering af henholdsvis resultatopgørelsen og balancen. Dette gøres for at klassificere regnskabsposterne i drift og finansiering for at fjerne eller mindske eventuel regnskabsmæssig støj¹¹. Efter reformuleringen får vi et mere realistisk billede af virksomheden og dens præstation, hvilket er med til at give et godt grundlag til udarbejdelsen af rentabilitetsanalysen af Pandora. Nøgletallene til analysen beregnes ud fra DuPont-pyramiden.

Den strategiske analyse, regnskabsanalysen – i form af de finansielle opgørelser –, og rentabilitetsanalysen danner grundlag for udarbejdelsen af det efterfølgende budget.

¹⁰ <https://da.wikipedia.org/wiki/Bostonmatricen>

¹¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse 5. udgave – En praktisk tilgang af Ole Sørensen side 203

2.4.3 Værdiansættelsen

Når ovenstående analyser samt budgettet er foretaget, vil der afslutningsvist være en udregning af værdien af Pandora. Der findes flere forskellige værdiansættelsesmodeller, som kan benyttes til at udregne værdien, men valg af konkret model afhænger af en række faktorer såsom formål, informations tilgængelighed forståelsesmæssige præferencer, virksomhedstype mv.¹²

Modellen der er valgt til at udregne værdien af Pandora, er den udbredte model DCF-modellen, som tilbagediskonterer de fremtidige frie Cash flow. DCF-Modellen tager ikke højde for finansieringsaktiviteten, men fokuserer primært på værdiskabelsen ud fra driftsaktiviteten, og da Pandoras værdiskabelse hovedsageligt stammer fra driften, vil denne model være mest relevant at anvende.

For at supplere DCF-modellen vil en værdiansættelse ud fra multiple analyse, som hører under de relative værdiansættelsesmodeller anvendes for derved at sammenholde de opgjorte værdier.

DCF-modellen hører under de kapitalværdibaserede modeller, hvilket i praksis er de mest benyttede sammen med de relative modeller. Ved Fsr's værdiansættelsesnotat [3] 2002 side 16 anføres det, med reference til undersøgelse af PWC [4] 2001, at de kapitalværdibaserede og relative værdiansættelsesmodeller i praksis er langt de mest benyttede¹³. Det lyder voldsomt i forhold til, at det er mange år siden, at denne undersøgelse er foretaget, men den har fortsat stor relevans, da det fortsat er tilfældet.

Der vil i afhandlingen medtages en supplerende analyse – en følsomhedsanalyse, for at understøtte den beregnet aktiekurs.

2.5 Dataindsamling

Afhandlingen er udarbejdet alene på baggrund af sekundære data. Det er vurderet, at primære data som blandt andet er udarbejdelse af spørgeskema, ikke er relevant i forhold til opgavens løsning. I afhandlingen vil der derfor benyttes sekundære data i form af oplysninger og informationer, som er indsamlet af tredjepartskilder. Desuden er der gjort brug af både kvalitative og kvantitative metode.

Kvalitative metode indsamler oplysninger, som søger at beskrive et emne hellere end at måle det¹⁴. Det er bløde data der indsamles, som består af indtryk, holdninger og kan ikke udtrykkes i eksakte talstørrelser.

Hvorimod kvantitative metode er det modsatte, her indsamles der hårde data, som udtrykkes i talstørrelser og godt kan måles.

¹² <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813206>

¹³ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813206>

¹⁴ <https://da.surveymonkey.com/mp/quantitative-vs-qualitative-research>

De kvalitative data er fremkommet ved hjælp af Pandoras egen hjemmeside, oplysninger i årsrapporter, internettet og artikler fra forskellige udbydere, primært fra Børsen. De kvantitative data optræder i form af regnskaber, statistikker mv.

I forhold til den kildekritiske del, vil jeg her være ekstra varsom med oplysningerne fra årsrapporterne, da virksomheden forsøger at præsentere sig bedst muligt uanset udfaldet. Årsregnskaberne er godkendt af et uafhængigt revisionsselskab og vurderes derfor at være troværdige. Desuden har jeg forholdt mig kildekritisk overfor det indsamlede data, hvilket er relevant i forhold til, at disse kan være præget af subjektive holdninger. Det vurderes derfor at det indsamlede data og de fundene kilder er troværdige og pålidelige.

Brugen af teorien, som er tilegnet ved hjælp af uddannelsen HD. 2. Del i regnskab og økonomistyring samt undervisningsmaterialer, vil give mig et godt overblik og forståelse samt viden indenfor opgaven. Ved brug af avisartiklerne vil jeg få et bedre synspunkt, som gør, at jeg vil se mere objektivt på opgaven.

3 Virksomhedsbeskrivelse

3.1 Historie

Pandora blev stiftet i 1982 af guldsmeden Per Enevoldsen og hans hustru Winnie Liljeborg. Det startede med, at ægteparret drev en lille juvelerbutik, hvor de solgte smykker importeret fra Thailand.

Ægteparret rejste meget til Thailand i søgen efter smykker til import, men efterhånden som efterspørgslen steg medførte det, at Pandoras fokus langsomt gik over til engros til kunder i Danmark¹⁵.

Årene fra 1982 til 1987 var succesrige år for Pandora, som grossister, hvilket gjorde at Pandora afbrød deres detailaktiviteter, og flyttede til større lokaler. Den stigende efterspørgsel medførte at Pandora ansatte deres første interne designer, som hjalp virksomheden med at skabe egne unikke smykker fremfor at importere fra Thailand. Det var i året 1989, at virksomheden besluttede at starte egen produktion i Thailand¹⁶.

I 2000 introducerede Pandora konceptet charmearmbånd på det danske marked. Konceptet var en stor succes og efterspørgslen så stor, at virksomheden begyndte at ekspandere internationalt, og trådte ind på nye markeder som USA i 2003, Tyskland og Australien i 2004. Pandora udvidede hurtigt sin markedstilstedeværelse, og gik fra at være en skandinavisk platform til nu at være en international marketing- og salgsplatform, der primært drives af tredjepartsdistributører med stærke produktionsfaciliteter i Thailand¹⁷.

¹⁵ <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

¹⁶ <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

¹⁷ <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

Ekspansionen og efterspørgslen medførte et øget behov for produktionskapacitet og gjorde, at Pandora i 2005 åbnede en storskala af håndværksfaciliteter i Gemopolis ved en juvelerindustrizone uden for Bangkok. Sidenhen har Pandora udvidet deres aktiviteter senest i 2017, hvor de åbnede en håndværksfacilitet i Lampun og i 2018, hvor de åbnede Triple A-anlægget i Gemopolis¹⁸.

I 2008 blev 60% af Pandora købt af Axcel, og to år senere i 2010 blev Pandora noteret på NASDAQ OMX Copenhagen Stock Exchange.

Kigger man på Pandora i dag, er virksomheden et dansk internationalt børsnoteret smykkefirma, som designer, fremstiller og markedsfører smykker. Virksomheden har hovedsæde i Danmark, og befinder sig i mere end 100 lande fordelt på seks kontinenter, hvor deres smykker sælges af 7.400 forhandlere og mere end 2.700 konceptbutikker, hvori disse er inkluderet i de 7.400. Pandora har 28.000 medarbejdere, hvor mere end 11.500 af medarbejderne er i Thailand¹⁹.

3.2 Pandoras mission og vision

Pandoras mission er *"Vi inspirer alle kvinder til at føle sig kreative i deres personlige tryksform"* og deres vision er *"At være den varemærkeproducent, der leverer den mest personlige smykkeoplevelse"*²⁰.

3.2.1 Pandoras strategi

Pandora har opstillet fire strategiske søjler, som er med til at støtte virksomhedens langsigtede strategi, samt ved enhver aktivitet altid have kunden i fokus²¹. Den første søjle er innovative overkommelige smykker, hvor fokus er at producere smykker til rimelige priser. Den anden søjle er smidig fremstilling, her fokuserer virksomheden på en effektiv produktion, bæredygtighed samt fleksibilitet. Den tredje søjle er digitaliseret brandoplevelse, her ønsker virksomheden at give kunden en shopping oplevelse, der er personlig og inspirerende, og gøre det nemt for kunden ved at skræddersy relevante produktanbefalinger²². Den fjerde søjle er vindende i omnichannel detailhandel, hvor Pandora prøver at forbedre shopping oplevelsen ved både at have fokus på sine konceptbutikker (kundernes foretrukne kanal 2018)²³ og online, hvilket har fået større betydning i disse ændrede tider. Dog vil disse to kanaler, uanset hvad, styrke hinanden, derfor vil man foretrække et balanceret fokus.

¹⁸ <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

¹⁹ <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

²⁰ Pandoras årsrapport 2017, side 3

²¹ Pandoras årsrapport 2018, side 21

²² Pandoras årsrapport 2018, side 21

²³ Pandoras årsrapport 2018, side 21

3.2.1.1 Fremgang i Programme NOW

Der er nu gået et år siden, Pandora lancerede turnaround-strategien - Programme NOW. Formålet med programmet er at vende Pandora tilbage til bæredygtig vækst og samtidig reducere omkostningerne markant. Den nye strategi har virkelig vist fremskridt, hvilket også ses i forøgelsen af deres oprindeligt annoncerede omkostningsbesparelsesmål fra at være 1,2 mia. kr. til 1,4 mia. kr.²⁴

Dette kan desuden ses på resultaterne, hvis vi ser på virksomhedens like-for-like i 2019. Nøgletallet like-for-like og hvad den viser beskrives under afsnittet ”Pandoras markeder”. Pandoras like-for-like forbedrede sig markant fra -10% i de første tre kvartaler til -4% i fjerde kvartal. Denne positive forbedring kommer primært fra tre af Pandoras syv nøglemarkeder, nemlig Tyskland, Italien og Frankrig²⁵.

Ser man videre på bruttomargen eksklusive omstrukturingsomkostninger ses en betydelig forskel, hvor de i 2019 er forbedret med hele 3,1 procentpoint, og er gået fra at være 74,3% i 2018 til 77,4% i 2019. EBIT-margin for 2019 eksklusive omstrukturingsomkostninger er faldet med 1,4 procentpoint til 26,8%, hvilket hovedsageligt skyldes øget markedsføringsomkostninger.²⁶

Fokusområderne i Programme NOW i 2020 er følgende:

Brand-relevans: mærkeløfte, markedsføring, og medie og produktudvikling.

Adgang til mærker: Netværksudvikling, butikserfaring og e-handel og omnichannel.

Nulstilling af omkostninger: Omkostninger ved salg, detailudgifter og administrationsudgifter og it mv.

Det sidste fokusområde er Kommerciel nulstilling, der indebærer reduktion af salgsfremmende rabatter, salgspakker, lageropkøb samt simplificering af produktsortiment.²⁷

3.3 Pandoras markeder

Pandora er i dag en stor international gigant, som har udvidet sine markeder så meget, at den nu befinder sig i de fleste lande, og er svær at konkurrere med. Pandoras vision var, at de vil blive verdens mest anerkendte smykkebrand, og man må nok sige, at de har levet op til deres vision. Dette er selvfølgelig ikke kommet af sig selv. Pandora har brugt en masse kræfter på at etablere sig på nye markeder og udvide deres tilstedeværelse på eksisterende markeder. Ser man på Pandora i dag, er det tydeligt, at det er gået i den rigtige retning.

²⁴ Pandoras årsrapport 2019, side 9

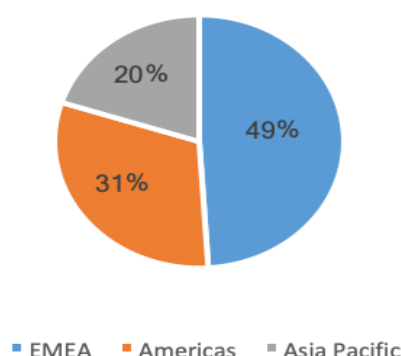
²⁵ Pandoras årsrapport 2019, side 6

²⁶ Pandoras årsrapport 2019, side 6

²⁷ Pandoras årsrapport 2019, side 6

Nedenstående figur viser omsætningen fordelt på de enkelte markeder i procent i 2019, hvor EMEA (Europa, Mellemøsten og Afrika) udgør Pandoras største omsætning med 49% af den samlede omsætning, Americas (Nord- og Sydamerika) som næstbedst med 31% og Asia-Pacific (Øst-, Syd- og Sydøst Asien, og Oceanien) udgør den laveste omsætning med 20%²⁸.

Omsætning fordelt på de enkelte markeder i %



Figur 2 – Egen tilvirkning

Tager vi et kig længere nede, er USA Pandoras største marked med en omsætning på DKK 4.677 mio., som svarer til 21% af den samlede omsætning. Kigger man generelt på, hvordan det har forløbet i 2019 for USA markedets like-for-like, er denne forringet med hele 5%, hvor fjerde kvartalet har været med til at trække det i en bedre retning efter brandrelanceringen²⁹. Et af Pandoras vigtigste nøgletal er Like-for-like, som dækker over salgsudviklingen i butikker, der har været drevet i minimum 12 måneder³⁰, og da Pandora udvider meget, er det væsentligt med et nøgletal, som kan fortælle noget om præstationen i sine butikker.

Det der har været med til at forbedre det fjerde kvartal, er blandt andet salget fra Black Friday, onlinebutikken, som generede en enorm vækst i løbet af 2019 særligt i de to sidste måneder. De fysiske butikker har dog vist en forringelse, som svarer til en nedjustering med et ciffer af like-for-like³¹.

²⁸ Pandoras årsrapport 2019, side 47

²⁹ Pandoras årsrapport 2019, side 47

³⁰ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pandora-ser-ind-i-svaert-2020-forventer-fald-i-det-organiske-salg-paa-3-6-pct> 04. februar 2020

³¹ Pandoras årsrapport 2019, side 47

Storbritannien er Pandoras næststørste marked med en omsætning på DKK 2.861 mio., svarende til 13% af den samlede omsætning i 2019³². Brandrelanceringen har ligeledes her vist en stærk forbedring af fjerde kvartal, hvor like-for-like i dette kvartal endte med et positivt resultat -3% og var årsagen til, at den samlede like-for-like i 2019 formåedes at bringes ned til 7%³³. Generelt er udviklingen i fjerde kvartal præget af stigende salg online, men også af Black Friday, som var Pandoras bedste online salg nogensinde ifølge årsrapporten for 2019, side 10, samt de medieinvesteringer der har forårsaget en fremgang af Charms kategorien, som har vist en bedre præstation end i de tre første kvartaler³⁴.

Pandoras tredje største marked er Italien, som i 2019 holder 10% af den samlede omsætning svarende til DKK 2.272 mio.³⁵. Det Italienske marked var lidt udfordrende i starten af 2019, men vendte hurtigt i den rigtige retning efter brandrelanceringen og øgede medieinvesteringer. Dette resulterede i en forbedring af like-for-like, en ændring fra -22% i første kvartal til 7% i fjerde kvartal, hvilket er præget af væksten, som produktkategorien Charms leverede i 2019³⁶.

Pandora har ikke haft heldet med sig, hvad angår det kinesiske marked. De har leveret skuffende i 2019 med en like-for-like på -11%, hvilket skyldes et fald af besøgende i de fysiske butikker. Dog blev noget opvejet af fortsat god vækst i Tmall – den vigtigste online salgskanal i Kina³⁷.

Overordnet set er der store vækstmuligheder i Asien. Pandoras omsætning udgør kun 20% af den samlede omsætning fra Asien. Pandora bør overveje at forstørre sin position på det asiatiske marked, da det asiatiske marked er i stigende vækst.

3.4 Pandoras salgskanaler

Det kan ses, at Pandora udover at have fokus på sit fysiske marked, også har lagt en del fokus på onlinemarkedet. Når man sammenligner omsætningen fra 2018 med 2019, ser det ikke så ringe ud, hvis man kigger på omsætningen generet fra det fysiske marked og online marked. Det, der trækker virksomheden ned, er det store fald i salget fra engros- og tredjepartsdistribution, hvilket er faldet med 22,4% fra DKK 9.911 mio. i 2018 til DKK 7.687 mio. i 2019³⁸. Ser man på, hvordan præstationen fra det fysiske- og online

³² Pandoras årsrapport 2019, side 47

³³ Pandoras årsrapport 2019, side 47

³⁴ Pandoras årsrapport 2019, side 47

³⁵ Pandoras årsrapport 2019, side 47

³⁶ Pandoras årsrapport 2019, side 47

³⁷ Pandoras årsrapport 2019, side 47

³⁸ Pandoras årsrapport 2019, side 65

marked har været, har der været en stigning med godt og vel DKK 808 mio. fra DKK 10.591 mio. i 2018 til DKK 11.399 mio. i 2019 på det fysiske marked og en stigning på 17,2% på onlinemarkedet³⁹.

Onlinemarkedet er i stigende vækst, og er nok der, det meste af omsætningen vil ligge i den kommende fremtid for flere brancher. De fleste forbrugere foretrækker at handle online, og flere besøger hjemmesiden for at lave research, før de går i fysiske butikker og handler⁴⁰, hvilket Pandora er opmærksomme på. Ifølge årsrapporten side 15 har der været 340 millioner besøgende på hjemmesiden i 2019. Virksomheden undlader ingen muligheder når det kommer til at skabe vækst, og har derfor dækket sig godt ind i de sociale medier ved både at være på Facebook og Instagram, hvor de tilsammen har 23,5 millioner følgere ifølge årsrapporten 2019, side 15.

Pandora har desuden gang i en ny socialmedie strategi, som skal hjælpe dem med at nå ud til nye kunder ved hjælp af et samarbejde med forskellige Instagram profiler, der har flere millioner følgere på deres profil. Millie Bobby Brown har omkring 31 millioner følgere på sin Instagram⁴¹. Dette er virksomheden begyndt at lægge mere vægt på, og er generelt noget, som bliver anvendt af rigtig mange virksomheder, da disse kendisser kan levere budskabet til deres seer på en måde, som reklamer ikke kan.

3.5 Pandoras produktkategorier

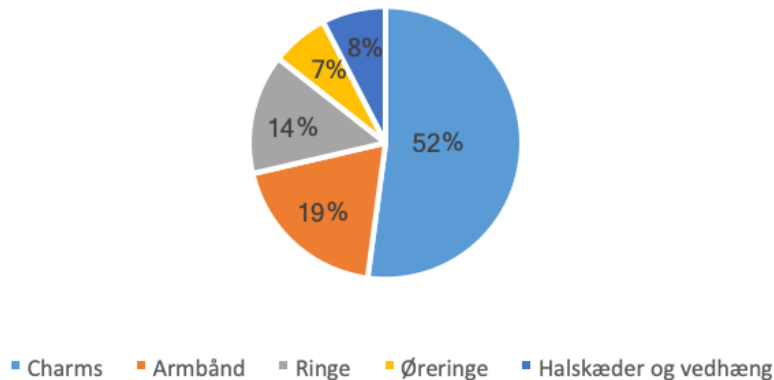
Pandoras smykker består af alt fra Charms, armbånd, ringe, øreringe, halskæder og vedhæng. I nedenstående figur kan det ses, hvordan Pandoras omsætning er fordelt på den enkelte produktgruppe i procent i 2019. Charms er den bedst sælgende, armbånd som næstbedst, derefter ringe, halskæder og vedhæng og til sidst øreringe.

³⁹ Pandoras årsrapport 2019, side 65

⁴⁰ Pandoras årsrapport 2019, side 16

⁴¹ Pandoras årsrapport 2019, side 23

Omsætning fordelt på den enkelte produktgruppe i %



Figur 3 – Egen tilvirkning

Omsætningen fra Pandoras produktgruppe charms udgjorde DKK 11.395 mio. svarende til 52% i 2019, hvor den i 2018 udgjorde DKK 12.126 mio. svarende til 53%⁴². Faldet udgør DKK 731 mio. Faldet kunne have været meget værre, men grundet brandrelanceringen i august og en række succesrige samarbejde og produktinnovationer⁴³, har dette afhjulpet faldet og vist et forbedret resultat sammenlignet med de foregående kvartaler.

Pandoras næststørst sælgende produktgruppe målt på omsætning er armbånd. Omsætningen fra armbånd er faldet fra DKK 4.216 mio. svarende til 19% af den samlede omsætning i 2019 og DKK 4.393 mio. svarende til 19% i 2018⁴⁴. Faldet udgør 4,03%. Det er ikke overraskende, at armbånd også viser et fald, da charms konceptet er faldende, hvilket indebærer armbåndet i sig selv og de charms man sætter på armbåndet, som kan betyde, at de to produktgrupper har en form for synergieffekt.

Omsætningen fra ringe udgjorde DKK 3.113 mio. i 2019 og 3.168 kr. i 2018, hvilket svarer til 14% af den samlede omsætning i hver deres år og til et fald på DKK 55 mio., som skyldes påvirkningen af det generelle fald i trafikken i Pandora butikkerne i 2019.⁴⁵

Øreringe, halskæder og vedhæng har begge vist et tilfredsstillende resultat – særligt halskæder og vedhæng. Omsætningen fra øreringe har formået at stige med DKK 1 mio. på trods af den lidt ringe præstation og fald i

⁴² Pandoras årsrapport 2019, side 48

⁴³ Pandoras årsrapport 2019, side 48

⁴⁴ Pandoras årsrapport 2019, side 48

⁴⁵ Pandoras årsrapport 2019, side 48

smykke salget med 900 mio. kr. i 2019⁴⁶. Omsætningen er gået fra DKK 1.486 mio. i 2018 til DKK 1.487 mio. i 2019.

Halskæder og vedhæng er den eneste produktkategori, der har vist et så flot forbedret resultat. Omsætningen udgjorde DKK 1.658 mio. i 2019 svarende til 8% af den samlede omsætning, hvor den i 2018 udgjorde DKK 1.633 mio.⁴⁷ Produktgruppen har vist et forbedret resultat på hele DKK 25 mio. i denne svære tid.

Pandora lancerede i alt ni produktkollektioner⁴⁸. Efterårs/vinter kollektionen, som blev lanceret i forlængelse med brandrelanceringen, og indeholdt den nye O-bærer, som blev populær blandt forbrugerne. Dette bidrog til en væsentlig stigning i halskæder og vedhæng⁴⁹. Forhåndenværende siger Pandora selv i sin årsrapport 2019 side 48. O-bærer er ikke den eneste smykkekollektion, som var populær blandt forbrugerne. Både Pandora Me og Harry Potter-kollektionen har vist en del popularitet. Harry Potter kollektionen var den hurtigst sælgende nogensinde⁵⁰.

4 Strategiske analyse

Dette er det første hovedafsnit i afhandlingen, og er det første skridt i den fundamentale værdiansættelsesproces⁵¹. Formålet med den strategiske analyse er at identificere de faktorer, der har en indflydelse på Pandoras værdi samt vurdere de strategiske initiativer og indtjeningsmuligheder i forhold til, om disse på sigt vil skabe fremtidig vækst.

4.1 Eksterne analyse

I den eksterne analyse forsøger virksomheden at gøre sig nogle overvejelser omkring sin strategiske position i forhold til, hvordan denne står overfor de forhold, der befinder sig i omverdenen, klarlægge den betydning det får for denne samt, hvordan disse omgivelser kan have en påvirkning på Pandoras strategiproces. Der er mange modeller, som kan vælges for at analysere en virksomheds eksterne forhold, men de modeller jeg har valgt, er følgende: en omverdenens analyse – PESTEL-modellen og en brancheanalyse – Porters Five Forces.

⁴⁶ <https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/generelt/sket-i-ugen-en-boelge-af-aarsregnskaber?fbclid=IwAR3bPthsiepmRJlrrckJQShWcEs-dbj-QP97ou5owct3w3v2jvWkuAwoDLc> d. 08. Februar 2020

⁴⁷ Pandoras årsrapport 2019, side 48

⁴⁸ Pandoras årsrapport 2019, side 48

⁴⁹ Pandoras årsrapport 2019, side 48

⁵⁰ <https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/generelt/sket-i-ugen-en-boelge-af-aarsregnskaber?fbclid=IwAR3bPthsiepmRJlrrckJQShWcEs-dbj-QP97ou5owct3w3v2jvWkuAwoDLc> d. 08. Februar 2020

⁵¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse 5. udgave – En praktisk tilgang af Ole Sørensen side 59

4.1.1 PESTEL-modellen

PESTEL-modellen er en overordnet omverdens analyse, som er medtaget for at redegøre for og analysere de makroøkonomiske faktorer, som påvirker Pandora. Der kan vælges flere modeller til at analysere omverdenen såsom PEST. PEST er en kortere version af PESTEL, hvilket betyder, at denne presser nogle af overskrifterne (punkterne) sammen, blandt andet P og L, hvor PESTEL inddrager alle punkter.

PESTEL er valgt, da det vurderes at inddragelsen af de sidste to punkter har en påvirkning på Pandora, som er relevant at analysere. PESTEL-modellen består af seks faktorer, som enten kan have et positivt eller negativt virke på Pandora, og som denne skal forholde sig til. Nogle af faktorerne er mere relevante for Pandora end andre, men alle seks faktorer vil blive gennemgået i dette afsnit. De seks faktorer er, som nævnt tidligere, Politiske-, Økonomiske-, Sociokulturelle-, Teknologiske-, Miljømæssige- og Lovgivningsmæssige forhold.

4.1.1.1 Politiske forhold

Pandora har foden inde i mange forskellige lande, hvilket gør det helt umuligt ikke at blive påvirket af de forskellige politiske forhold. Dér, hvor Pandora kan være mest sårbar og afhængig af de politiske forhold, er markederne, Danmark hvor virksomheden har hovedsæde, og Thailand hvor den har placeret alt sin produktion. Pandora kan derfor ikke undgå at blive berørt af de forskellige politiske forhold, der måtte være i disse to lande. Det er set i Thailand før, hvor Pandora blev påvirket af de politiske uroligheder, der var i landet. I 2008 måtte begge lufthavne i Bangkok lukke i en periode grundet voldsomme politiske optøjer i byen og igen i 2010, da der brød borgerkrigslignende gadekampe blot 25-30 kilometer væk fra Pandoras fabrik, hvilket medførte at der blev udstedt udgangsforbud til folk⁵².

Derudover var Pandoras produktionssted i Bangkok også tæt på at blive ramt af en naturkatastrofe, da en oversvømmelse ramte hovedstaden ifølge fabriksdirektøren Lars Nielsen⁵³. Dette viser, hvor farligt det er at samle alt sin produktion et sted. Pandora tog højde for dette, da de investerede 1,8 mia. kr. i en ny fabrik i 2017⁵⁴, hvor der er blevet etableret nye produktionsfaciliteter i Lampun, i det nordlige Thailand. Pandora har nu et anlæg i Bangkok og et i det nordlige Thailand. Det er med til at reducere risikoen, såfremt et af stederne påvirkes af politiske uroligheder, naturkatastrofer eller andre hændelser vil Pandora fortsat være i stand til at producere deres smykker fra et af stederne.

⁵² <https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-virksomheder-gode-til-at-klare-sig-i-ustabilt-thailand> 31. marts 2017

⁵³ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-fabrik-skal-staa-for-25-30-pct.-af-produktionen> 22. marts 2017

⁵⁴ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-faar-otte-aars-skattefritagelse-i-thailand> 01. november 2016

Pandora er, grundet sine kolossale investeringer i Thailand, blevet omfattet af en såkaldt Board of Investment aftale (BOI) for sit datterselskab, Pandora Production Co. Ltd., som inkluderer otte års skattefritagelse⁵⁵. Ifølge årsrapporten for 2014, side 82, gælder denne aftale indtil videre frem til tredje kvartal af 2020. Aftalen har medført store besparelser i skatteomkostninger, en positiv effekt på bundlinjen og generelt et godt virke på den finansielle del. Det er ikke til at vide, hvorvidt aftalen ophører efter tredje kvartal af 2020, eller om denne fortsætter. Det kan konstateres, hvis aftalen ophører, at skatteomkostningerne vil blive markant højere, og vil påvirke virksomheden negativt.

De stigende omkostninger vil have en betydelig indflydelse på resultatet, og generelt på Pandoras performance. Skatteforhold kan derfor være et af de faktorer fra omverdenen, som kan ramme Pandora. Det er derfor vigtigt at aftalen følges nøje, og at virksomheden er bevidst om konsekvenserne ved ophøret, samt tager højde for den ændring, det måtte medføre Pandora som helhed.

Et andet politisk forhold som kan have en påvirkning på Pandora, er Brexit. Den 31. januar 2020 forlod Storbritannien EU officielt og Brexit bliver en realitet. Dog vil Storbritannien fortsat følge EU's love og regler, være en del af det indre marked og toldunionen frem til overgangsperioden er forbi, som Storbritannien og EU blev enige om, skulle varer til udgangen af 2020⁵⁶.

Storbritannien er Pandoras næststørste marked målt på omsætning, hvorfor der er ingen tvivl om, at Brexit har en væsentlig betydning for Pandoras finansielle stilling. Danmark og Storbritannien er store handelspartnere, og økonomien blandt dem er tæt forbundet via import og eksport, derfor kan samhandelen have store konsekvenser på toldområdet. Det er ikke til at vide, hvad EU og Storbritannien bliver enige om, men sandsynligheden for at der kommer en todsats, er meget stor, spørgsmålet er hvor meget. Dette vil gøre det dyrere for Pandora at sælge smykker i Storbritannien.

I dag og frem til udgangen af overgangsperioden kan Danske virksomheder inklusive Pandora, handle frit indenfor de europæiske landegrænser uden at betale told. Storbritanniens udgang af EU kan derfor have en negativ effekt på Pandoras regnskab og resultat. De områder hvorpå virksomhederne kan risikere at blive berørt er told-, skatte-, afgift- og momsforhold⁵⁷. Det er en faktor, som Pandora ikke kan påvirke, og er derfor meget afhængige af denne aftales udkom.

⁵⁵ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-faar-otte-aars-skattefritagelse-i-thailand> 01. november 2016

⁵⁶ <https://www.dr.dk/nyheder/udland/briterne-har-sagt-farvel-til-eu-det-kommer-det-til-betyde-dig> 01. februar 2020

⁵⁷ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2285604>

4.1.1.2 Økonomiske forhold

En påvirkning fra en svækket global økonomisk vækst er noget, som ingen virksomheder på de internationale markeder kan komme udenom. Alle virksomheder, små som store, alle brancher herunder blandt andet salg af smykker, mad, og teknologi branchen bliver til en vis grad påvirket af udviklingen. Dog skal det fremhæves at visse brancher rammes hårdere end andre. Smykkebranchen vil høre under de hårde ramte, da dennes produkter hører under kategorien luksusvarer. Det er noget, som Pandora skal vende blikket mod, da den globale økonomi er så småt på vej mod en svækkelse, hvilket jeg vil komme ind på senere.

Derimod hører medicinalbranchen og supermarkeder under de brancher der rammes mildest, da salget fra disse brancher er livsnødvendige for forbrugerne, og er noget, som ikke kan spares væk.

Når der tales om økonomisk vækst tænkes der på landets BNP. Kigger vi på den danske økonomi, har denne et godt udgangspunkt med stærk vækst i de seneste år, og har toppet rekorden, hvad angår beskæftigelse hidtil set. Dog er den globale økonomi svækket, og usikkerheden er høj, hvilket vil smitte af og påvirke Danmark samt medføre at væksten og beskæftigelsen svækkes langsomt⁵⁸.

Den danske økonomi er grundlæggende robust, og BNP har de seneste år været på approksimativ 2,5 pct. om året, hvilket betyder, at den danske økonomi på nuværende tidspunkt befinder sig på sit højdepunkt af en højkonjunktur. Men grundet nedgangen i den globale økonomi, vil BNP gradvist falde til 2 pct. i slutningen af 2019 og forventes at være 1,5 pct. i 2020 og 2021⁵⁹.

Hvis økonomien bevæger sig fra at være højkonjunktur til lavkonjunktur, vil der for Pandora være negative udsigter. Forbrugerne går fra at købe luksus til at købe almindelig, og når Pandora befinder sig i den mere luksuriøse ende, vil det betyde færre salg, som påvirker omsætningen kraftigt. Dette vil have en betydelig indflydelse på Pandoras økonomi, og er en faktor, som stammer fra omverdenen, der på ingen måder kan påvirkes. Pandora skal derfor være forberedte på dette, og skal gøre brug af højkonjunktoren for at komme godt igennem lavkonjunktoren.

Som nævnt under punktet "*Pandoras markeder*" har Pandora ikke haft heldet med sig, hvad angår det kinesiske marked, som har leveret skuffende i 2019, hvilket skyldes et fald af besøgende i de fysiske butikker. Dette skriver Citi i deres analyse: "*I løbet af en periode på under 12 måneder er Kina gået fra at være en strategisk vækstsøjle til at være det svageste led*"⁶⁰.

⁵⁸ <https://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2019/12/fortsat-vaekst-i-dansk-oekonomi> 16.12.2019

⁵⁹ *ibid.*

⁶⁰ <https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-pandora-der-er-lang-vej->

Oven i denne udfordring rammer den frygtede Coronavirus også Pandoras kinesiske forretninger hårdt, og af frygt for medarbejderne samt kunders sikkerhed har Pandora valgt at lukke 125 af selskabets i alt 243 butikker i Kina⁶¹. Det er uvist, hvornår disse butikker åbner igen, men det der vides er, at Pandoras omsætning og driftsindtjening påvirkes negativt for hver dag disse butikker er nødsaget til at holde lukket.

”Vi er hovedsageligt baseret i stormagasiner i Kina, og der er ingen folk i dem. Det betyder, at lige nu, der genererer den kinesiske forretning stort set ingen omsætning for os,” udtalte Alexander Lacik, adm. Direktør i Pandora i forbindelse med årsregnskabet⁶². Det kan volde Pandora store udfordringer, hvis Coronavirussen bliver hængende. Det er et økonomisk forhold, som er ude af Pandoras hænder, de kan på ingen måde påvirke situationen. Når en smitbar virus rammer, vil det for befolkningen betyde, at de fortsat vil være bange for at gå i stormagasiner på trods af, at de er åbnet. Det vil medføre, at Pandoras salg ikke vil være på samme niveau som før Coronavirussen, hvorfor Pandora kan opleve haltende dage efter genåbningen. Dette skal virksomheden være opmærksom på.

Man hører at denne såkaldte Coronavirus er så småt begyndt at udvikle sig og udbrede sig til flere lande. Hvis udviklingen når det punkt, at befolkningen kalder det for epidemi, kan det have store konsekvenser for et lands økonomiske liv, som vi dengang så med SARS-epidemien⁶³. Hvis denne udbredelse fortsætter til en grad, kan en økonomisk krise blive til virkelighed, og være noget der kan blive set ind i. Dette kan resultere i et utilfredsstillende år og ramme regnskabet for 2020 meget hårdt både for Pandora, og generelt for de fleste virksomheder – nogle brancher mere end andre.

Coronavirussen har på kort sigt medført, at Pandora har været nødsaget til at lukke 123 butikker, så bliver man nysgerrig på, hvad Corona virussen kan medføre på længere sigt, hvis den bliver hængende. Hvis det samme som sker i Kina, sker i flere lande herunder særligt i de hovedmarkeder, hvor omsætningen for Pandora er størst, vil dette få store konsekvenser for Pandoras salgstal samt regnskab for 2020, da de bliver nødsaget til at lukke flere forretninger, hvilket er lig med ingen omsætning.

Det er indtjeningen, som stammer fra de fysiske butikker, der vil blive berørt allermest. Dog betyder det ikke, at E-butikken ikke vil blive berørt. Forbrugernes onlineshopping vil ligeledes falde markant, da det ikke er prioritet i en krise. Dette er en væsentlig faktor, og kan have en stor indflydelse på bundlinjen, derfor bør Pandora tage højde for situationen og følge dennes udvikling nøje.

[igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVposc](https://www.pandora.dk/indtjening) 12. februar 2020

⁶¹ ibid.

⁶² ibid.

⁶³ <https://tavex.dk/guld-slaar-endnu-en-prisrekord/> 27.01.2020

Råvarepriser

Det ser ud til, at Pandora i 2020 også vil blive påvirket på råvarepriser, da prisen på både guld og sølv er steget markant i den seneste tid, hvilket betyder stigende produktionsomkostninger. Ifølge årsrapporten 2017, side 88, skriver Pandora at de væsentligste råvarer er guld og sølv, der prissættes i USD og at risikoen for svingende priser på råvarer kan medføre ekstra produktionsomkostninger.

Citi skriver i en analyse at: ”de sidste 12 måneder er prisen på sølv steget med 13 pct., og forventningen er at prisen vil fortsætte på et højt niveau i 2020, som har gjort, at Pandora har sænket sine egne forventninger til EBIT-marginen i 2020”⁶⁴. Pandora skal gøres bevidst om, at disse forventninger er lagt uden at tage hensyn til Coronavirus, som vil forværre disse negative forventninger omkring EBIT-marginen, hvis denne udvikler sig. Stigende råvarepriser er ikke den eneste konsekvens, fordi hvis Pandora ikke er i stand til at bruge nye produktionsteknologier såsom 3D-udskrivning, vil dette udgøre en risiko for virksomheden⁶⁵.

I bilag 1 kan den seneste årsudvikling på guldprisen ses i USD. Prisen har været meget svingende, hvor den i starten af november 2019 var høj, men faldt gevaldigt mod slutningen af måneden, hvor den har ligget stabil i noget tid. Man skulle ikke tro, at sådan en kraftig stigning i slut december 2019 ville forekomme. Prisen på guld spurtede op i 2020, og mandag den 27. januar 2020 lå prisen på 1.580 USD/oz, den højeste pris siden april 2013⁶⁶. Prisen er fortsat meget høj og ligger på 1,577,44/oz d. 12. februar 2020.

En af de faktorer der spiller en rolle i markante stigninger i guldpriser, er uden tvivl udbud og efterspørgsel, og når investorerne bliver nervøse omkring aktiemarkedet, og finder andre alternativer, som guld at investere i.

Bilag 2 viser den seneste årsudvikling på sølvprisen i USD. Det ses at kursen har været forholdsvis svingende, og som med guldprisen, var denne høj i starten af november 2019, hvorefter den foretog et lille dyk. Faldet varede dog ikke ret længe, hvor den pludseligt i midt december 2019 kom tilbage på samme niveau som i november 2019, og ligger fortsat i høje baner. Prisen d. 12. februar 2020 er på 17.67 USD/oz, og fra denne dag peger kurven opad, hvilket viser en fremtidig stigning.

⁶⁴ https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-pandora-der-er-lang-vej-igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVposc 12. februar 2020

⁶⁵ Årsrapport 2019, side 22

⁶⁶ <https://tavex.dk/guld-slaar-endnu-en-prisrekord/> 27.01.2020

Det kan konstateres ud fra bilag 1 og 2, at priserne er høje, og er til fare for Pandoras EBIT-Margin på grund af de høje omkostninger til at producere smykker. Det er Pandoras politik at sikre sig mod udsving i råvarepriser, og for at afdække råvare- og valutarisiko sikres at eksponering holdes indenfor de fastsatte grænser, og at Group Treasury afdækker 70% af koncernens forventede køb i de efterfølgende 12 måneder⁶⁷.

Udsving i valutakursen er også en faktor, som kan have en effekt på selskabet. Virksomheden befinder sig i mange lande, og gøre derfor brug af forskellige valutaer. En stigning i USD vil medføre, at indkøbet af råvarer vil blive dyrere, hvilket forårsage højere omkostninger, hvor det modsatte vil gøre sig gældende, hvis kursen for USD faldt. For at Pandora kan sikre sig mod valutakursudsving gøre den brug af valutaterminskontrakter, som er en kontrakt, der tillader Pandora at købe eller sælge et aktiv på en given fremtidig dato til en aftalt pris. Dette er yderst relevant for Pandora, som er en global gigant der handler i flere forskellige fremmedvalutaer at få afdækket fremtidige usikkerheder i forbindelse med valutaen.

For at kunne styre de finansielle risici på en måde, så de ikke påvirker virksomheden ekstremt, anvender Pandora en række instrumenter. For eksempel kan Pandora anvende valutaterminskontrakter for at dæmpe risikoen, der udspringer fra valutaen sølv- og guldswaps, valuta- og renteswaps, optioner mv. De finansielle risici opdeles på råvarer, valuta tilgodehavender fra salg, likviditet og rente⁶⁸.

4.1.1.3 Sociokulturelle og Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling er i konstant bevægelse, og det gælder om at følge med for at bevare sin markedsandele og opnå gode vækstmuligheder. Udviklingen går stærkt, og hastigheden kommer ikke til at være lavere i fremtiden. Herudover er den tid, hvor forandringer skete langsomt og inkrementelt ovre, det vil sige, man kan ikke investere og derefter læne sig tilbage og forvente, at det var det, fordi så snart man gøre dette, vil en ny relevant teknologi dukke op⁶⁹.

For at styrke fremtidsmulighederne har Pandora etableret et nyt Pandora Innovation Centre i Bangkok, som anvender den nyeste teknologi inden for smykkeforarbejdning og smykkedesign, hvor der her skal arbejdes med innovation og udvikling af nye koncepter⁷⁰. Teknologien er uden tvivl en faktor, der påvirker alle brancher på den ene eller anden led. Det er en trussel, hvis man ikke er i stand til at tilpasse sig og overgå sine konkurrenter, men samtidig kan det være en stor mulighed. Nye produktionsteknologier såsom 3D-udskrivning udgør en risiko for Pandora, hvis den ikke er i stand til at innoveres, som nævnt tidligere.

⁶⁷ Årsrapport 2019, side 90

⁶⁸ Årsrapport 2017, side 88

⁶⁹ <https://blogmindshare.dk/pej-gruppen/hvordan-staar-det-til-med-den-teknologiske-revolution-i-detailhandlen/> 21. marts 2019

⁷⁰ Årsrapport 2017, side 6

Teknologien har ændret folks måde at handle på. Nu om dage foretrækker flere forbrugere at handle online, hvorfor det er vigtigt at fokusere på at forbedre den digitale platform og være i fronten, hvad angår digitale innovationer for at være så attraktiv som muligt. Dette tiltag er Pandora bevidste om. De har investeret en formue til blandt andet at give kunden den bedste oplevelse som muligt, hvilket jeg vil komme ind på senere.

Pandora bliver mødt af forskellige sociale og kulturelle forhold ved at operere globalt på flere forskellige markeder, hvilket er essentielt, at den kan tilpasse sig disse forhold, og leve op til de nødvendige forskelligheder det kvindelige køn har i de forskellige lande til smykkedesignet. Pandora skal have gjort sig nogle overvejelser, inden den træder ind i et marked for at hente vækst, for at vide om der er den forventede vækst at hente. Inden Pandora tegner sin strategiske plan, skal den kigge nøje på demografien i det aktuelle land, de forskellige befolkningsforhold der gør sig gældende, livsstilen og den mode og popularitet vi har bevæget os ind i.

Indkomstniveauet er også en vigtig faktor at kigge ind i. Forbrugerne ser op til de kendte ansigter på de sociale medier, der viser deres dyrebare materielle ting såsom smykker biler mv. Det handler meget om at vise sig frem og skabe opmærksomhed, hvilket luksus smykker bidrager til. Dette er et plus for Pandora, der sælger billige luksus smykker, der både viser høj klasse, og er overkommelige - "Affordable Luxury".

Det kan godt være, at de forskellige kulturer og præferencer er anderledes i de forskellige lande, men en ting er sikkert, og det er at de nyere generationer verden over, og de efterfølgende generationer er yderst påvirket af internettet og de sociale medier, særligt Instagram. Kendisserne er med til at styre moden, og de nyere generationer følger og kopier alt, de ser fra dem. Vi bevæger os ind i en tid, hvor de sociale medier har afskærmet for de kulturelle vaner, de forskellige lande har haft samt de forskellige ønsker, de havde til smykker.

Forbrugernes behov er blevet mere ensartet og ikke så forskelligt, som det har været, da trenden er klarlagt for dem, der lader sig inspirere på de sociale medier. Det vil sige at påvirkningen for om, Pandora kan tilpasse sig, er ikke lige så stor, som den har været, og den formindskes jo længere ud i fremtiden vi kommer grundet den stigende globalisering og mindre grad af forskellighed. Det betyder, at Pandora kan ved hjælp af de samme produkter være på flere markeder ad gangen og trænge ind i nye markeder. Pandora skal være åben for denne forandring, og følge moden tæt, for altid at være på forkant og imødekomme forbrugernes ønsker og behov. Hvis Pandora ikke kan efterleve dette, vil kunderne foretrække at handle hos konkurrenter.

Det er mere de ældre generationer, som fortsat sidder fast i de kulturelle og specielle ønsker til designet af smykker. Den generation skal Pandora selvfølgelig også tage hensyn til for ikke at miste markedsandel.

Ifølge en analyse foretaget i juli 2018 af Kompetence Kanalen, som er et digitalt bureau, er det helt præcist 33% af kvinderne og 52% af de unge mellem 18 og 29 år, hvor de 33% køber, som kvinderne har foretaget, er tøj, sko og smykker⁷¹. Det vil sige, at det er mere kvinder og unge, der lader sig inspirere på de sociale medier. Det er vigtigt at være opmærksom på, at artiklen er fra juli 2018, så tallet er klart højere nu i 2020. Der er vækst at hente, derfor er Pandoras tilstedeværelse på de sociale medier, og det samarbejde denne har med de forskellige modeller og kendisser et godt træk, da det medførte en markant øgning i omsætningen. Selskabet kan både holde sig ajour med de aktuelle markedstendenser, samt tilpasse sin produktion og design af smykker på en forsvarlig måde.

Kombinationen af teknologisk innovation og digital forbrugeradfærd driver detailhandlen frem⁷². Dette er Pandora klar over, og har i 2020 sat en plan for at oprette en ny digital gruppe til at drive digital innovation, og leverer problemfrie kundeoplevelser – både online og offline. Enheden vil blive oprettet og lokaliseret i Pandoras hovedsæde i København. Pandora forventer at ansætte 80 medarbejdere i april 2020, og derefter udvide med flere medarbejdere i 2021⁷³. Enheden vil bestå af produktledere, digitale ingeniører, driftsledere, strategileder og dataanalytikere. Enhedens primære opgave består af at forbedre udviklingen af Pandoras digitale kundeoplevelse og skabe salg, gennem digitale kanaler, samt styrke Pandoras evner til at fange, analysere og anvende kundedata for at muliggøre bedre personalisering af kundeoplevelsen⁷⁴.

Dette er næste skridt i Pandoras digitale transformation. Denne betydelige investering viser, hvordan de gør brug af de fordele, teknologien er kommet med for at optimere kundeoplevelsen, samt hvor betydeligt det er for Pandora at have en god kundeoplevelse, og hvordan denne er prioriteret. Desuden er et af Pandoras ambitioner med ovenstående plan og oprettelsen af denne nye enhed, at opnå en status blandt en af de bedste i personalisering inden for 2-3 år. Investeringen vil på sigt vedligeholde nuværende kunder, tiltrække flere kunder og føre til vækst.

Pandora har et stærkt globalkendt brand, og det vil være smart at beskytte det. Pandora har patent på deres immaterielle rettigheder som f.eks. varemærker, ophavsrettigheder, designrettigheder og patenter mv. Måden de immaterielle rettigheder beskyttes på, er ved et omfattende globalt overvågningsprogram for varemærker og patenter, et internet overvågningsprogram samt en Brand Protection Tip-line⁷⁵. Pandora beskytter

⁷¹ <https://www.kompetencekanalen.dk/blog/some/sociale-medier-inspirerer-til-koeb/> 4. juli 2018

⁷² <https://blogmindshare.dk/pej-gruppen/hvordan-staar-det-til-med-den-teknologiske-revolution-i-detailhandlen/> 21. marts 2019

⁷³ <https://itwatch.dk/ITNyt/Strategi/article11881846.ece> 17.01.2020

⁷⁴ <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/newsdetail?id=23486> 01-17-2020

⁷⁵ Årsrapport 2017, side 34

relevante innovative opfindelser ved hjælp af, patenter på deres vigtigste markeder og på deres produktionslande. Desuden har de også patenter på dele af deres charms og vigtige kollektioner⁷⁶.

4.1.1.4 Miljømæssige forhold

Miljø, klima og bæredygtighed er ord, som vi hører meget nu om dage, og er noget, der er på tale verden over. Det er et omdiskuteret emne blandt politikker, virksomheder og blandt forbrugere. Forbrugerne bliver mere og mere bevidste herom, derfor er det for en virksomhed vigtigt at have øjnene åbne for de miljøpåvirkninger, den forårsager. Det, at befinde sig i smykkeindustrien og især med sådan en størrelse som Pandora, vil man være nødsaget til at tage højde for de forskellige miljømæssige aspekter såsom miljøforurening, da fremstillingen af smykker belaster miljøet. Dette er Pandora bevidste om, og prøver så vidt muligt at minimere miljøpåvirkninger skabt af deres aktiviteter ved, at fremstillingen af smykker og køb af råvaremateriale foretages således, at forbruget af ressourcer, CO2 udledning og mængden af affald reduceres. Desuden kræver Pandora, inden indgåelse af aftale med en leverandør, at denne underskriver et adfærdskodeks for leverandører, som omfatter virksomhedsintegritet, menneskerettigheder og miljøforhold⁷⁷.

CO2 udledningen minimeres ved blandt andet at anvende syntetiske smykkesten, hvilket gør mindre skade på miljøet end ædelsten fra minedrift samt genanvendt guld og sølv. Det fremgår i deres årsrapport 2017 side 30, at 97% af det sølvkorn og 74% af det guld, som blev brugt i 2016 til produkterne, stammede fra genanvendt metaller. I deres årsrapport i 2019 side 4, er tallet for sølvkorn steget til 98%, og tallet for guld er steget til 100%. Det er en imponerende stigning, og helt klart noget der har betydning for den bæredygtige forbruger.

Herudover blev Pandoras LEED Gold-certificerede anlæg i Lamphun opført med 30% genanvendt materialer, hvoraf 75% af byggeaffaldet blev genanvendt⁷⁸.

Pandora har i 2020 sat sig nogle mål. Et af dem er, at den vil købe 100% vedvarende elektricitet til sine to håndværksfaciliteter i Thailand. I 2025 er målet, at Pandora vil være CO2-neutral i sine egne operationer, som inkluderer emissioner fra Pandoras håndværksfaciliteter, ejede og drevne butikker, distributionssteder og kontorer⁷⁹. Pandora har forpligtet sig til at reducere emissionerne i sin fulde værdikæde ved at tilslutte sig Science Based Targets initiative⁸⁰ - det førende virksomhedssamarbejde om ambitiøs indsats mod

⁷⁶ Årsrapport 2019, side 36

⁷⁷ Årsrapport 2017, side 30

⁷⁸ Årsrapport 2017, side 30

⁷⁹ <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/newsdetail?id=23526> 01-30-2020

⁸⁰ The Science Based Targets initiative is a collaboration between CDP, the United Nations Global Compact, World Resources Institute (WRI) and the World Wide Fund for Nature (WWF)

klimaændringer⁸¹. Virksomheden vil, ved udgangen af næste år, offentliggøre en plan for hvordan reducere af emissionerne i hele sin værdikæde vil finde sted. De forudsætninger virksomheden har sat for at opnå kulstofneutralitet i sine egne operationer, er at gennemføre en række energibesparende foranstaltninger og markant udvide brugen af vedvarende energi.

Pandoras tre nye mål om at reducere CO₂-emissioner er følgende:

- CO₂ neutral i egne operationer i 2025
- 100% vedvarende energi på sine håndværksfaciliteter (som lige nu tegner sig for godt 52% af virksomhedens emissioner) inden 2020
- Forpligtet til at sætte et videnskabsbaseret mål for at reducere emissioner i hele værdikæden⁸²

Test af ny butiksdesign

Pandora er i færd med at teste en ny strategi i forhold til designet og belysningen i deres butikker.

Virksomheden lancerede en pilot i 2019 i nogle af nøglemarkederne, og vil fortsat teste butikskonceptet i 2020. Konceptet blev skabt med bæredygtighed i tankerne. Det nye lysdesign er med til at reducere lysenergi med mindst 20%, sammenlignet med belysningen i de gamle butikker. Det nye butiksdesign er meget større, mere åbent og mere attraktivt. Indtil videre har kunderne taget godt imod det nye koncept⁸³.

”The next store design is really open and a lot bigger – it’s like a girl’s dream. It’s warm and really welcomes you inside” siger Raven, en af Pandoras kunder fra Birmingham, UK.⁸⁴

Pandora skal fortsætte sit arbejde med redueringen af miljøpåvirkningerne, for at bevare den robusthed og status blandt konkurrenterne og overfor sine kunder.

4.1.1.5 Lovgivningsmæssige forhold

De lovgivningsmæssige forhold er også af væsentlig karakter for en virksomhed. Der kan indføres nye love og regler, som kan have direkte indflydelse på virksomhedens strategiske valg. I Pandoras tilfælde vil en ændring i arbejdsforhold og mindste løn i Thailand være nogle af de lovgivningsmæssige forhold, som kunne påvirke virksomheden. Herudover vil en ændring i lovgivningen hvad angår skatteregler, import og eksport have en betydelig indflydelse på Pandora, som opererer i mange forskellige lande.

⁸¹ <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/newsdetail?id=23526> 01-30-2020

⁸² Årsrapport 2019, side 30

⁸³ Pandoras årsrapport 2019, side 17

⁸⁴ Pandoras årsrapport 2019, side 17

Pandora skal desuden være påpasselige med de lovgivningsmæssige forhold, for at undgå at blive sagsøgt i fremtiden, da det er set før, at Pandora er blevet sagsøgt af private investorer⁸⁵.

4.1.1.6 Opsummering af PESTEL-modellen

Det kan konstateres på baggrund af PESTEL-modellen, at der er en lang række forhold, som kan påvirke Pandora i både en positiv og negativ retning.

Pandoras produktion er placeret i Thailand. Under de politiske forhold kan uroligheder og naturkatastrofer i Thailand have en stor påvirkning på Pandora, hvilket er set før. Dog har Pandora, ved at etablere en ny produktionsfacilitet i det nordlige Thailand minimeret risikoen.

Pandora er omfattet af en såkaldt Board of Investment aftale (BOI), som reducerer indkomstskatten i Thailand væsentligt. Aftalen er bindende frem til tredje kvartal af 2020. Et ophør af denne aftale vil få skattemæssige konsekvenser for Pandora. Det vil medføre stigende skatteomkostninger, som betyder lavere driftsresultat. Herudover vil Brexit og Storbritanniens udtrædelse af EU ligeledes have en påvirkning på Pandora, særligt på toldområdet.

Den langsomt svækkende globale økonomi kan med tiden medføre konsekvenser for salget. Dog befinder vi os stadig i en høj konjunktur, hvilket er positivt og sundt for Pandoras økonomi. Udviklingen af den frygtede Coronavirus er en væsentlig faktor, da den kan ramme Pandoras finansielle resultater. De svingende råvarepriser og udsving i valutakursen trækker Pandora i den negative retning. Dog anvender Pandora nogle instrumenter, som råvare- og valutaterminskontrakter for at sikre sig mod disse udsving.

Pandora opererer globalt på flere forskellige markeder, derfor vil de sociale og kulturelle forhold have en væsentlig betydning. Pandora skal tilpasse sig disse forhold og leve op til de forskelligheder, der er i forhold til smykkedesignet. Pandora skal ligeledes være opmærksomme på, at de nyere generationer verden over langsomt bevæger sig væk fra de kulturelle vaner og forskellige ønsker til smykkedesignet. Forbrugeradfærd, kundepræferencer samt markedstendenser er forhold, som Pandora skal tage højde for.

De teknologiske forhold kan tildeles være en trussel, hvis man ikke er i stand til at tilpasse sig dem og tildeles være en stor mulighed, hvis man kan gøre brug af dem. Pandora har etableret et nyt Innovation Centre i Bangkok, som anvender den nyeste teknologi inden for smykkeforarbejdning og smykkedesign. For at forbedre den digitale platform har Pandora ansat 80 medarbejdere, som består af digitale ingeniører,

⁸⁵ <https://finans.dk/artikel/ECE6901220/Pandora-sags%C3%B8ges-af-private-investorer/?ctxref=ext>
30.07.2014

dataanalytiker og strategileder mv. Herudover har den patent på immaterielle rettigheder samt relevante innovative opfindelser, som betyder, at ingen kan producere eller sælge disse opfindelser uden at indgå en aftale med Pandora.

Fremstillingen af smykker belaster miljøet, dette er Pandora bevidste om. Pandora forsøger at minimere miljøpåvirkningerne fra deres aktiviteter ved blandt andet, at købet af råvaremateriale og fremstillingen af produkterne foretages på en forsvarlig måde, således at forbruget af ressourcer, CO₂-udledning og mængden af affald reduceres.

De lovgivningsmæssige forhold kan have en negativ effekt på Pandora, hvis der sker en ændring af lovgivningen vedrørende arbejdsforhold og mindste løn i Thailand samt skatteregler, import og eksport.

4.1.2 Porters Five Forces

Ved hjælp af PESTEL-modellen har vi fået analyseret omverdenen og fået dannet et overblik over de eventuelle positive og negative forhold, der påvirker Pandora. Næste skridt er at foretage en brancheanalyse ved brug af Porters Five Forces, for at få afdækket de faktorer, der påvirker smykkebranchen samt at få skabt et overblik over indtjeningsmulighederne i branchen. Desuden bruges modellen også til at analysere branchens attraktivitet og konkurrencesituation, som er essentielt at kende til, for at kunne understøtte sin konkurrencestrategi.

Porters Fives Forces består af fem faktorer truslen fra nye indtrængere, købernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke, trusler fra substituerende produkter og rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen⁸⁶, som vil blive uddybet i nedenstående afsnit.

4.1.1.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Pandora er en smykkevirksomhed, som sælger smykker nationalt og internationalt. På trods af den hårde konkurrence, der er til stede på national og international plan, er Pandora placeret i en god position på markedet og godt i forhold til sine direkte konkurrenter. Det skal nævnes, at det ikke er alle konkurrenter i smykkebranchen, som Pandora er i konkurrence med, da det ikke er alle, der kan måle sig med Pandora.

Pandora konkurreres på det internationale marked af blandt andet Tiffany and Co., som ligeledes er en af de store spillere. Dog sælger Tiffany luksus smykker, der befinder sig i den dyrere ende, og deres segment er desuden heller ikke "Affordable Luxury", hvorfor det vurderes, at Pandora med en fordel skiller sig ud på dette punkt. På det nationale marked vurderes det at Pandora er markedsleder, og kan ikke udfordres grundet

⁸⁶ www.Betabox.dk

dens størrelse. Der vil dog fortsat være nogen, der forsøger at tage noget af markedsandelene. Spinning Jewellery er et eksempel på en af konkurrenterne på det nationale marked.

Innovation er vejen frem for overlevelse i branchen. Det gælder om at være på forkant med produktudviklingen og tilpasse sig markedstendenserne, for at følge med og være blandt de store i branchen. Generelt er der mange store og mellemstore virksomheder i smykkebranchen, dog uden store markedsandele, men de alle stræber efter at tilegne sig markedsandele. Det er derfor vigtigt, at Pandora tager højde for disse virksomheder. Derudover er der relativt mange små virksomheder lokalt i de forskellige lande, som kan true Pandora. Rivaliseringen i branchen må anses for at være hård og intens.

4.1.1.2 Truslen fra nye indtrængere

Generelt er smykkebranchen ikke en svær branche at indtræde, da det ikke kræver den helt store kapital eller et produktionsanlæg af fremstille smykker. Enhver enkelt person der føler for at indtræde branchen, kan gøre dette ved blot at købe de mest basale råvarer, guld og sølv, og ved hjælp af internettet kan pågældende både sælge smykker online og få inspiration til smykkedesignet. Den nye teknologi har gjort det nemt for netop disse indtrængere, men uanset hvad vil disse, grundet de høje omkostninger det kræver ikke udgøre en trussel for store virksomheder, herunder Pandora.

De virksomheder der har den nødvendige kapital, og forsøger at træde godt ind i markedet, vil blive mødt af hård konkurrence jf. ovenstående afsnit, derfor vil det være svært for dem at vokse sig store. Det kræver meget tid, et velkendt brand, stordriftsfordele mv. Adgangsbarrierer for større aktører er relativt høje, derfor vurderes disse nye indtrængere på ingen måde at være en trussel for store virksomheder, der har været på markedet i lang tid. Heriblandt er Pandora, som har opnået en urokkelig status set i forhold til en påvirkning fra nye indtrængere. Når det er sagt, kan det overordnet set vurderes, at truslen fra nye potentielle indtrængere er lav.

4.1.1.3 Købernes forhandlingsstyrke

Ved vertikalt integrerede virksomheder heriblandt Pandora, der både sælger smykker til forhandlere og direkte til slutbrugerne, vil det være fordelagtigt at inddеле dem i to grupper.

Hvis vi starter med at kigge på forhandlerne som kunder, er der mange forhandlere af smykker både nationalt og internationalt. Virksomheder med relativt mange forhandlere som f.eks. Pandora, der udelukkende sælger smykker via deres 7400 forhandlere, så har den enkelte køber ikke den helt store betydning, hvorfor kundernes forhandlingsstyrke vurderes at være lav. Når man er så stor, som Pandora, så handler man ikke med forhandlere uden at indgå en aftale først. Disse aftaler indgås altid til virksomhedens fordel, da det oftest er forhandleren, der rækker ud til virksomheden. Det betyder også, at virksomheder herunder Pandora

forholdsvist nemt kan skille sig af med forhandlere, der ikke retter sig ind, eller skaber nogen profit for den sags skyld, hvilket ligeledes gør disse købers forhandlingsstyrke lav.

Hvis vi tager et kig på slutbrugernes forhandlingsstyrke, er denne eksisterende, da de forholdsvist nemt kan skifte til andre smykkeudbydere og købe igennem dem, hvis prisen eller kvaliteten er bedre. Det vil sige, at Pandora ikke kan bare forhøje prisen eller mindske kvaliteten. Slutforbrugerne er ikke bundet, og sammen med de lave skifteomkostninger kan kunderne nemt skifte, derfor vurderes det at disse kunder har en form for moderat forhandlingsstyrke. Dog skal det fremhæves, at den enkelte kunde ikke har meget at skulle have sagt, hvad angår pris og handelsbetingelser. Hvis vi tager Pandora i betragtning, har den enkelte kunde ikke nogen indflydelse på ændringen af prisen. Prisen er fastlagt, og køberne kan ikke forhandle sig frem til rabat eller andet, hvilket er bestemt af virksomheden selv. Dog vil det, grundet muligheden for at kunne skifte til andre smykkeudbydere, vurderes at slutbrugernes forhandlingsstyrke er moderat.

4.1.1.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

I smykkebranchen er de mest anvendte råvarematerialer guld og sølv, hvorfor fokus vil være på leverandører, der leverer disse råvarematerialer. Virksomhedernes afhængighed til leverandørerne skal først undersøges, for at kunne vurdere deres forhandlingsstyrke.

Prisen på guld og sølv handles til markedspris og er bestemt af udbud og efterspørgsel, hvilket betyder, at leverandørerne ikke kan justere på prisen. Hvis de forsøger at forhøje prisen, vil disse blive ekskluderet i virksomhedernes valg af leverandører. Ydermere er der mange udbydere af nævnte råvarer, og det er nemt for virksomheden at skifte leverandør. Desuden vil store smykkeproducenter, som Pandora, være i stand til at skabe gode aftaler til deres fordel, da de højst sandsynligt vil stå for størstedelen af disse leverandørers omsætning, hvilket stiller leverandørerne dårligt. Overordnet set vurderes det, at afhængigheden af den enkelte leverandør ikke er så stor, hvilket medfører en svag forhandlingsstyrke fra leverandøresside.

4.1.1.5 Truslen fra substituerende produkter

For at vurdere truslen fra substituerende produkter skal følgende undersøges, hvilke produkter der er substituerende for smykker, omfanget af disse substitutter og om disse yder samme funktion, og dækker samme behov.

Nu om dage går moden på at spendere pengene på rejser, mærkevarer tøj og tasker, dyre ure, tørklæder mv., det efterlader ikke meget til smykker. De sidst nævnte vurderes at være substituer for smykker, da de ligeledes hører under kategorien accessoires, og er i direkte konkurrence med virksomheder, der sælger smykker. Desuden foretrækker forbrugerne at bruge deres penge på dyre mobiltelefoner, hvilket er populært for tiden.

Når man hører ordet ”smykker”, vil man ofte tænke på noget, der er luksus og dyrt, hvilket kan få forbrugerne til at undvære købet af smykker – særligt efter at have brugt en formue på ovennævnte. Dog er det en fordel, at Pandora i dette sammenhæng befinder sig i segmentet ”Affordable Luxury”. Moden bestemmer sådan set efterspørgslen, derfor er det nødvendigt at holde øje med moden og prøve så vidt muligt at tilpasse sig denne, for at fremstå så eftertragtet som muligt. Det var moden internt i smykkebranchen, kigger vi derimod på moden overordnet, bestemmer den fortsat efterspørgslen, men er umulig at påvirke. Hvis det f.eks. er populært at gå med solbriller, tasker eller andet, som dækker samme behov, vil smykket nemt kunne erstattes.

En anden faktor som truer smykkebranchen, er kopivarer. Køb af f.eks. smykker fra kinesiske hjemmesider henholdsvis eBay og Wish er meget eftertragtet. Det er populært nu om dage, at de fleste forbrugere vælger at købe kopivarer grundet den lavere pris og forbedret kvalitet. Dette er en faktor, som Pandora og andre virksomheder i branchen ikke kan påvirke. Med de mange forskellige substitutter og handlen af kopivarer, der kan gå ind og påvirke indtjeningsmulighederne i smykkebranchen, vil det vurderes, at truslen fra substituerende produkter er høj.

4.1.1.6 Opsummering af Porters fives forces

Overordnet set består smykkebranchen af mangfoldige potentielle små lokale virksomheder rundt om i verden, samt en del store og mellemstore virksomheder, dog uden mange markedsandele, som disse forsøger at stjæle. Det vurderes derfor at rivaliseringen mellem eksisterende virksomheder er intens.

Enkeltpersoner kan nemt trænge ind i smykkebranchen, eftersom det ikke kræver den helt store kapital at fremstille smykker. Herudover har teknologien gjort det nemt at sælge smykker online, men det vil som sagt ikke udgøre en trussel for store virksomheder, herunder Pandora. Adgangsbarriererne for større aktører er høje grundet de eksisterende virksomheder, der allerede har et kendt brand blandt forbrugerne, stordriftsfordele og den tid de har investeret. Desuden er der den hårde konkurrence, som tillige ikke tillader dem at vokse sig store. Samlet set vurderes truslen fra nye potentielle indtrængere at være lav.

Køberne inddeles i to grupper, henholdsvis forhandlere og slutbrugere. Når man er i besiddelse af store forhandlere, som f.eks. Pandora med 7400 forhandlere, vil den enkelte køber ikke have stor betydning. Desuden vil kontrakten laves til virksomhedens fordel, derfor er købers forhandlingsstyrke minimal. Til gengæld bestemmer slutbrugerne selv, hvem de vil handle hos, og kan forholdsvis let skifte smykkeudbyder, men er stadig underlagt de fastlagte priser, og kan ikke påvirke prisen. På trods af at de nemt kan skifte udbyder vurderes slutbrugernes forhandlingsstyrke at være middel.

Prisen for guld og sølv er fastlagt og handles til markedsprisen, derfor kan leverandørerne ikke selv kontrollere prisen. Store virksomheder heriblandt Pandora kan indgå aftaler til deres fordel, da de dækker størstedelen af leverandørens omsætning. Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes at være lav.

Truslen fra substituerende produkter vurderes at være høj grundet omfanget af substitutter og handlen af kopivarer på det kinesiske marked, som rammer indtjeningsmulighederne i smykkebranchen.

Alt i alt kan det konkluderes, at rivaliseringen i branchen er hård for både eksisterende udbydere og nye indtrængere.

4.2 Interne analyser

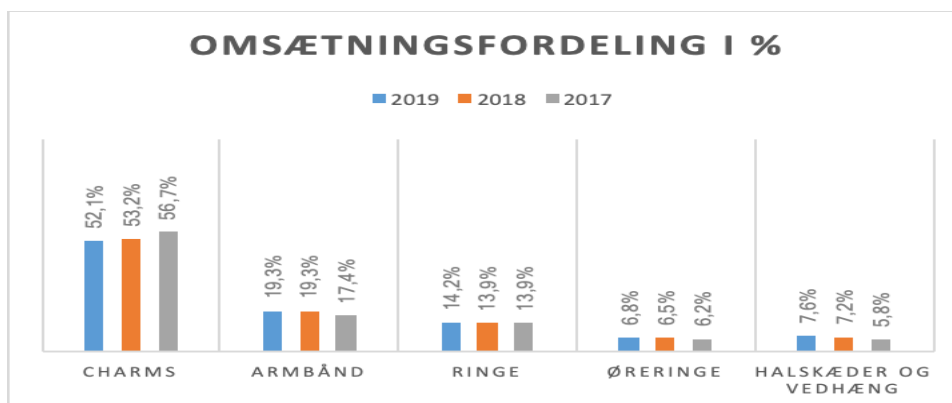
Ovenstående eksterne analyse og tilhørende modeller har været med til at belyse Pandoras muligheder og trusler, som virksomheden ingen indflydelse har på disse forhold. Den interne analyse og de tilhørende modeller vil belyse Pandoras styrker og svagheder, hvilket modsat den eksterne analyse, har virksomheden indflydelse på forholdene, da det indbefatter forhold der sker internt i virksomheden. Modellerne der vil blive gennemgået, er BCG-modellen, PLC-kurven samt Porters værdikæde.

4.2.1 BCG-modellen

BCG-modellen er valgt for at få illustreret, hvor i produktporteføljen Pandoras væsentligste produkter befinder sig. Det må antages, at de væsentligste produkter er charms, armbånd, ringe, øreringe, halskæder og vedhæng, som Pandora selv omtaler i sine seneste årsrapport. Derfor vil analyserne tage udgangspunkt i disse produktgrupper. Modellen består af spørgsmålstejn, stjerne, malkeko og hund som vist i nedenstående figur. Placeringen af produkterne i disse fire forretningsområder (SBU) eller produktkategorier afhænger af om produkterne har en høj eller lav relativ markedsandel, eller om produkterne befinder sig i et marked med høj eller lav vækst jf. bilag 3.

De fire forretningsområder eller produktkategorier svarer til de fire faser i PLC-kurven, som vil blive gennemgået efterfølgende.

For at understøtte analysen har jeg udarbejdet et diagram, som viser omsætningen i procent fordelt på førnævnte produktgrupper ved hjælp af data fra Pandoras årsrapporter for årene 2019, 2018 og 2017. Figuren er med til at illustrere produktgruppernes udvikling i de seneste år, for bedre at kunne vurdere, hvor i produktporteføljen og produktlivscyklussen hver enkelt produktgruppe befinder sig.



Figur 4 - Egen tilvirkning

4.2.1.1 Spørgsmålsteget

Spørgsmålsteget er som regel kategorien, som produkterne befinder sig i, når de bliver introduceret til markedet. Produkter i denne kategori har en lav relativ markedsandel, og befinder sig i et marked med høj vækst, hvilket kendetegnes som introduktionsfasen i PLC-kurven. Produktgrupper i denne kategori vil kræve store investeringer, og er begrænset, hvor meget disse giver igen. Når det er sagt, er det yderst relevant at holde øje med, at man ikke investerer forgæves i en produktgruppe, som i sidste ende bliver til hund. Derfor skal udviklingen af disse produktgrupper, der befinder sig i denne kategori følges nøje. Pandora har to produkter i denne kategori: øreringe, halskæder og vedhæng.

Det kan konstateres, på baggrund af figur 4, at øreringe, halskæder og vedhæng udgør en lille del af den samlede omsætning. Det betyder, at følgende to produktgrupper ligeledes må have relativt lave markedsandele. Dog er omsætningen på halskæder og vedhæng stigende, og udgør langsomt en større andel af den samlede omsætning, hvilket betyder, at den langsomt bevæger sig over til at blive en stjerne.

Halskæder og vedhæng befinder sig i en relativt høj markedsvækst, for at det kan lykkedes Pandora at få dem til at blive en stjerne, skal de fortsat investere i denne produktgruppe, og være opmærksomme på dennes udvikling i forhold til om markedsandelen forstørres.

Ser man derimod på øreringe, er omsætningen i løbet af de seneste tre år steget forholdsvis beskeden. Grundet den lave relative markedsandel er det vigtigt, at Pandora tager stilling til, hvor længe denne produktgruppe har været på markedet, om det er en produktgruppe, som fortsat er i opstartsfasen, eller om det er et ældre produkt. Dette gøres for ikke at bruge en masse likviditet på et produkt, der i sidste ende skal kassereres. Pandora skal derfor afgøre, hvorvidt denne produktgruppe har en profitabel fremtid, og om der bør investeres mere, for at produktet kan blive en stjerne. Dog skal de holde øje med markedsvæksten, hvis denne er faldende, vil de højst sandsynligt ende i kategorien hund.

4.2.1.2 Stjerne

Produkter i denne kategori har en høj relativ markedsandel, og befinder sig i et marked med høj vækst, hvilket kendetegnes som vækstfasen i PLC-kurven. En relativ høj markedsandel kombineret med en høj markedsvekst er lig med en profitabel fremtid. Dog kræver produkter i denne kategori fortsat investering for at opretholde positionen på markedet, og for ikke at miste markedsandel, og ende som et spørgsmålstejn igen. Det er positivt at have produktgrupper i denne kategori, da man som regel kendetegnes for at være markedsleder. Med det sagt, kræver produktgrupper i denne kategori mange ressourcer grundet deres hurtigt voksende tilstand. I denne kategori har Pandora følgende to produktgrupper: armbånd og ringe.

Armbånd og ringe skal på den længere bane være i stand til, at kunne erstatte den tabte indtjening og overskud, som Pandora går glip af i produktgruppen charms, der langsomt har bevæget sig væk fra at være en stjerne til at blive malkeko. Figur 4 viser, at omsætningen for ringe er steget minimalt i løbet af årene sammenlignet med armbånd. Det kan derfor vurderes, at den er i startfasen af en stjerne, og kræver mere investering for at bibeholde sin position på markedet og/eller vokse sig stor og stærk. Pandora skal tage højde for dette, for at produktgruppen ikke ryger tilbage til at være et spørgsmålstejn. I modsætning til ringe, står armbånd godt i sin position, og grundet den større markedsandel denne besidder, og det høje vækstmarked denne befinder sig i, er det nødvendigt, at Pandora fortsætter med at fodre den for at opnå merindtjening. Der er udsigt til profit og en vedvarende og stabil vækst i armbånd. Pandora skal derfor fokusere på produktudvikling og promotion, så denne på et tidspunkt kan blive til en malkeko.

4.2.1.3 Malkeko

Produkter i denne kategori har en stor markedsandel, men væksten i markedet er gradvist faldende. Malkekoen kendetegnes som modningsfasen i henhold til PLC-kurven. Ud fra den store omsætning og den relativt høje markedsandel, som denne produktgruppe besidder samt den langsomt faldende omsætning grundet den lave markedsvekst, må det konkluderes, at produktgruppen Charms ligger i denne kvadrant.

Pandoras produktgruppe charms er yderst attraktiv blandt forbrugerne på markedet, og grundet dens lange levetid på markedet er denne blevet særdeles veletableret. Charms konceptet betegnes som Pandoras indtægtsgenerator, og står for mere end 50% af Pandoras omsætning. Indtjeningen der udspringer fra denne produktgruppe, er af betydelig størrelse, og skal sørge for finansieringen af Pandoras produktgrupper, der befinder sig i kategorien spørgsmålstejn og stjerne. Det koster ikke Pandora meget at vedligeholde den, og det kan i nogle tilfælde ikke betale sig at investere ret meget i produktgrupper, som er placeret i kategorien malkekoen. Det eneste fokus Pandora bør have, er at malke markedet så længe, det er muligt, før denne bliver til en hund.

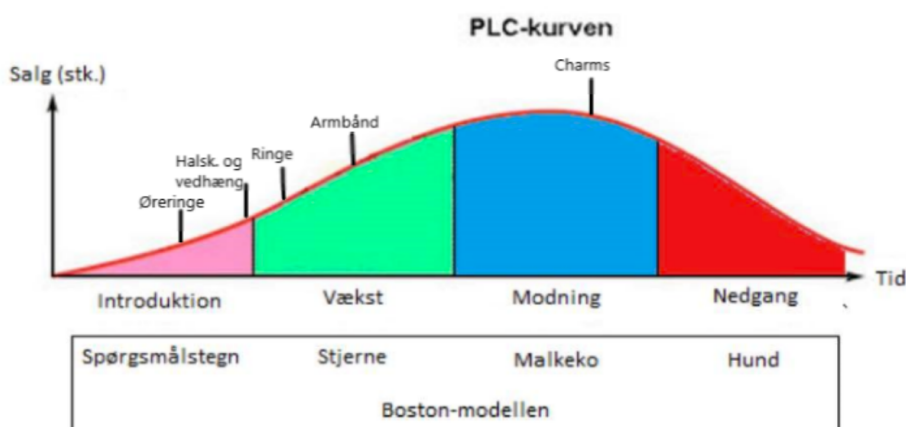
4.2.1.4 Hund

Det er ikke attraktivt for en virksomhed at have produkter i denne kategori, medmindre de har en form for synergieffekt, og understøtter et af virksomhedens vigtige produkter, som i dette tilfælde kunne være en styrkelse af Pandoras charms. Hvis dette ikke er målsætningen, vil det ikke være økonomisk fordelagtigt at have produkter i denne kategori, da det er mere sandsynligt, at de vil koste virksomheden penge end at der tjenes på dem. Produkter i denne kategori besidder en lav markedsandel, og er at finde på lave markedsvækst. Pandora har ingen produkter, som er placeret i denne kvadrant, hvilket er positivt, da produkter i denne kategori skaber som regel ingen overskud. Hvis Pandora havde produkter i denne kvadrant, bør den undersøge disses muligheder eller udfase produktet fra porteføljen. Hund svarer til nedgangsfasen i PLC-kurven.

4.2.2 PLC-kurven

PLC-kurven er inddraget som et supplement til Boston-modellen. PLC-kurven viser et produkts livscyklus, og nøjagtigt som i Boston-modellen, indeholder PLC-kurven også fire faser, som defineres ud fra en samlet afsætning og tid. Følgende faser gennemløber et produkt i dens levetid: introduktion-, vækst-, modning- og nedgangsfasen. PLC-kurven og Boston-modellen ligner meget hinanden, derfor vil modellen ikke blive beskrevet yderligere.

Figur 5 illustrerer Pandoras fem væsentlige produktgrupper placeret på PLC-kurven, samt en afspejling af kvadranterne i BCG-modellen og PLC-kurvens faser. Ved hjælp af figur 4 vil en analyse af grundlaget til fordelingen af de forskellige produktkategorier på PLC-kurven beskrives.



PLC kurven i forhold til Boston-modellen

Figur 5: kilde: <http://marketingteorier.dk/plc-kurven>

Jeg vil starte med at kigge på Pandoras mindst sælgende produktgruppe, øreringe. Som det ses i figur 5 er øreringe blevet placeret lidt over midten i introduktionsfasen. Placeringen skyldes den forholdsvis mindre procentvis andel af den samlede omsætning, samt den beskedne udvikling i løbet af de seneste tre år.

Produktkategorien øreringe er steget med 0,3 procentpoint fra 2017 og frem til 2019. Dog er dette en positiv fremgang, der viser, at den langsomt bevæger sig hen mod vækstfasen.

Halskæder og vedhæng er på samme måde som øreringe placeret i introduktionsfasen. Dog præsterer halskæder og vedhæng bedre sammenlignet med øreringe, hvorfor de er placeret for enden mellem introduktionsfasen og vækstfasen. Halskæder og vedhæng bevæger sig hurtigt fremad, og gik fra 5,8% i 2017 til 7,6% i 2019. Andelen udgør fortsat en lille del af den samlede omsætning, men der er ingen tvivl om, at der vil være store vækstmuligheder for Pandora med denne produktgruppe, som vurderes at være ved dørene til at komme i vækstfasen.

Produktgruppen ringe befinder sig i vækstfasen i dens livscyklus. Produktet er dog ikke langt inde i vækstfasen, hvilket kan skyldes den langsomme udvikling i omsætningen. Den procentvis omsætning har været uændret i årene 2017 og 2018 med 13,9%. I 2019 steg den til 14,2%, hvilket betyder, at ringe nu udgør ca. dobbelt så stor en andel af den samlede omsætning sammenlignet med øreringe, halskæder og vedhæng. Det kan konstateres, at der vil være udsigt til profit med denne produktgruppe.

Armbånd er Pandoras næststørste produktgruppe målt på omsætningen, som udgør 19,3% af den samlede omsætning. Generelt har produktkategorien armbånd præsteret godt med en stigning på 2,1 procentpoint, som har gjort, at den har fået en placering højt i vækstfasen. Produktgruppen har været mødt af et år, hvor den ikke har bevæget sig. Dog kan det ikke, på baggrund af et år, afgøres hvorvidt et produkt ikke befinder sig i et vækstmarked. Pandora skal fokusere på at oprette nye kollektioner og markedsføre produktet, så den kan beholde sin position, og på et tidspunkt fortsætte sit løb i livscyklussen og komme i modningsfasen, som i sidste ende vil gavne virksomheden indtjeningsmæssigt.

Charms har været Pandoras mest eftertragtede produktgruppe i lang tid, men viser en negativ udvikling i den samlede omsætning de seneste tre år. Pandora har ikke haft heldet med sig, og det kan få en til at spekulere på, om produktets levetid er ved at være ovre og langsomt på vej mod nedgangsfasen. Året 2018 har været et godt år, hvis man ser overordnet på præstationen af de øvrige produktkategorier, men alligevel viste charms serien et markant fald fra 56,7% i 2017 til 53,2% i 2018. Produkter i modningsfasen kendetegnes ved flere parametre, blandt andet at salget stagnerer og falder langsomt, hvilket er tilfældet med charms. Produktserien har derfor fået tildelt en plads højt i modningsfasen.

4.2.2.1 Opsummering af BCG-modellen og PLC-kurven

Det er fordelagtigt, at ens produkter er placeret lidt spredt i produktporteføljen og i produktlivscyklusmodellen således, at man både har spørgsmålstegn/introduktionsfasen, stjerner/vækstfasen, malkekøer/modningsfasen og hunde/nedgangsfasen. Dette gælder dog kun, hvis disse er med til at tjene et godt formål, såsom at føre salg af et andet lønsomt produkt. Når det er sagt, vil det ikke være hensigtsmæssigt at have for mange spørgsmålstegn og stjerner uden også at have malkekøer, som kan finansiere disse spørgsmålstegn og stjerner. Derfor skal man have fundet sig en balance med hensyn til fordelingen af de forskellige SBU'er⁸⁷. Det kan ud fra dette afsnit konstateres, at Pandora har en god balance, lidt af hvert i sin produktportefølje og er placeret godt i forhold til livscyklusmodellen.

Pandoras produktgruppe halskæder og vedhæng viser positive tegn, og kan forventes at blive en stjerne og komme i vækstfasen, hvor Pandora vil opnå store vækstmuligheder. Pandora skal dog følge udviklingen af produktkategorien øreringe og holde øje med, hvor meget de bruger på denne kategori, som stiger meget beskedent år for år jf. figur 4. Hvis markedsvæksten falder, vil denne kategori risikere at blive en hund.

Armbånd og ringe befinder sig i vækstfasen i PLC-kurven, hvor armbånd betragtes at være en stor stjerne og ringe en mindre stjerne. Der er udsigt til profit med disse to produktgrupper, derfor skal Pandora fokusere på at sprøjte likviditet i begge kategorier, hvilket vil gavne virksomheden på den længere bane.

Charms konceptet er Pandoras største indtægtskilde, og er med til at sørge for finansieringen af Pandoras nuværende og kommende spørgsmålstegn og stjerner. Den negative udvikling i omsætningen er dog et dårligt tegn for virksomheden. Pandora skal stræbe efter at bevare produktgruppen som malkeko og forsøge at forsinke dens levetid i denne fase, for at opnå store indtjeningsmuligheder, inden den når nedgangsfasen.

4.2.3 Porters værdikæde

Porters værdikæde er med til at hjælpe Pandora med at identificere hvilke aktiviteter i værdikæden, der skaber værdi for kunderne, og er endvidere med til at hjælpe virksomheden med at opnå konkurrencedygtighed.

Værdikæden består af i alt ni forskellige værdiaktiviteter, der tilsammen skaber merværdi, og sikrer virksomhedens fortjeneste⁸⁸. Disse ni aktiviteter inddeles i to kategorier: primære- og støtte aktiviteter. De primære aktiviteter er direkte berørt af fremstilling og levering af et produkt⁸⁹. Støtteaktiviteterne berører ikke selve produktet, men er med til at understøtte og sikre, at de primære aktiviteter glider, som de skal.

⁸⁷ Strategic business unit, også kaldet forretningsområde.

⁸⁸ International markedsføring, lærebog 5. udgave 2015

⁸⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 79

Støtteaktiviteterne består af fire aktiviteter: virksomhedens infrastruktur, menneskelige resurser, produkt- og teknologiudvikling og indkøb/forsyninger. De primære aktiviteter består af fem aktiviteter: indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg og service efter salg. De forskellige aktiviteter fremgår af bilag 4.

Det skal fremhæves, at det ikke er alle ni aktiviteter i Porters værdikæde, der har en direkte sammenhæng med Pandora, derfor vil analysen afgrænses til de mest væsentlige aktiviteter.

4.2.3.1 Indgående logistik

Den indgående logistik for Pandora omfatter modtagelse og lagring af de indkøbte råvarematerialer, og komponenter fra leverandørerne rundt om i verden. Råvarematerialerne leveres til Pandoras produktionsanlæg i Thailand, hvor de bliver tjekket for fejl og mangler, herunder om de er i god stand, samt om kvaliteten stemmer overens med det bestilte. Pandora sælger dagligt omkring 250 tusind smykker, og er den førende indenfor produktion af smykker i verden ved volumen⁹⁰. Det viser, at Pandora indkøber tonsvis af råvarematerialer. Det er derfor meget vigtigt at kvaliteten kontrolleres til en grad således, at det ikke påvirker deres omdømme. Råvarematerialer opbevares på lager i deres produktionsfaciliteter i Thailand indtil behovet for at bruge dem i produktionen opstår.

4.2.3.2 Produktion

Som nævnt ovenfor i afhandlingen har Pandora etableret et nyt Pandora Innovation Centre i Bangkok, der anvender den nyeste teknologi inden for smykkeforarbejdning og design. Det betyder, at Pandora kan fremstille smykker og designe på måder, som er helt nye indenfor smykkebranchen.

Størstedelen af Pandoras smykker bliver produceret i deres egne fabrikker i Thailand. Her er der tale om 88% af de samlede smykker, hvor de resterende 12% bliver produceret af eksterne leverandører i Thailand, Kina og Italien. Fremstillingen af smykker på produktionsfaciliteterne i Thailand foregår ved en kombination af standardiserede, skalérbare og moderne produktionsmetoder og traditionelle håndværksteknikker jf. årsrapporten 2017. Pandoras smykker består af håndlavede og moderne smykker lavet af materialer af høj kvalitet, herunder solidt sterlingsølv, 14 karat guld, med menneskeskabte sten, naturlige ædelsten, perler, glas og læder⁹¹.

For at sikre en relativ kort produktionstid, gør Pandora brug af Lean produktionsprincipper på deres smykker i deres produktionsanlæg i Thailand. Efter etableringen af det nye produktionsanlæg, har det medført en mere

⁹⁰ Pandoras årsrapporten 2019, side 15

⁹¹ Pandoras hjemmeside

effektiv produktion og en mere fleksibel produktudvikling, som gør, at lanceringen af nye smykker kan ske indenfor fire måneder. Desuden kan de være up to date med nye trends og muligheder over for kunderne⁹². Pandora har tilegnet sig mærkværdige produktionskompetencer ved etableringen af de to store anlæg, og alle de års produktionserfaringer er noget, som er med til at forstærke værdikæden.

4.2.3.3 Udgående logistik

Den udgående logistik for Pandora indebærer modtagelse af ordre fra kunder, lagerstyring af de færdigproducerede smykker fra produktionen, samt distributionen af de færdigproducerede smykker til både Pandoras egne butikker og til de eksterne forhandlere. Distributionen foregår ved hjælp af Pandoras fire globale distributionscentre, som sørger for transporten af varer til alle butikker verden over⁹³. Det er en fordel, at Pandora selv står for distributionen af smykkerne, da det er med til at styrke forsyningskæden. Pandora imødekommer efterspørgslen året igennem ved at vurdere salget i butikkerne, og optimerer distributionen for at sikre, at de efterspurgte produkter er i hænde hos de rette forhandlere i tide.

4.2.3.4 Marketing og salg

Når man ser på markedsføringsomkostningerne, er de steget gevaldigt år for år. Det er et tegn på, at markedsføring er en yderst vigtig aktivitet for Pandora, og der er stor fokus herpå. Den måde Pandora markedsfører sig på, er ved hjælp af en lang række kanaler fra Tv-reklamer og sociale medier til en god interaktion med kunderne i de fysiske butikker, men også via deres hjemmesider. Interaktionen med kunden gør Pandora i stand til at forbedre den personlige oplevelse, og bedre kunne dække kundens behov, ønsker og de forventninger, kunden har til brandet samt Pandora som helhed. Herudover forsøger Pandora at løfte kundens oplevelse, samt at skabe et tæt bånd med sine kunder, ved at udarbejde et salgs- og markedsføringsmateriale, der indeholder en fortælling af historien bag de forskellige smykkekollektioner, som medfølger i alle nye kollektioner.

En stor del af markedsføringen foregår også på de sociale medier, hvilket er det mest populære for tiden, hvor Pandora tilsammen har 23,5 millioner følgere på Facebook og Instagram. Pandora anvender disse digitale kanaler sammen med deres netværk af bloggere og andre influensers, til at markedsføre en lancering før den kommer på markedet samt nye produkter⁹⁴.

Pandora sælger smykkerne gennem deres konceptbutikker eSTOREs, online partnere og andre salgskanaler ved hjælp af deres tusindvis af forhandlere fordelt på over 100 lande. På trods af deres størrelse og de forskellige salgskanaler, har dette ingen påvirkning på den ensartede personlige shopping oplevelse, som

⁹² Pandoras årsrapport 2017, side 24

⁹³ Pandoras årsrapport 2017, side 37

⁹⁴ Pandoras årsrapport 2017, side 20

kunderne vil få ved at handle hos Pandora. Inden en kollektion lanceres får butiksmedarbejderne den nødvendige viden og information omkring de nye produkter⁹⁵. Dette har til hensigt at styrke salget af de kommende kollektioner, at klæde medarbejderne godt på til at varetage betjeningen af kunderne og formå at promovere produktet.

4.2.3.5 Produkt- og teknologiudvikling

Pandora bruger mange ressourcer på produkt- og teknologiudvikling, hvilket er relevant, for at kunne følge med markedet. Pandora skal udvikle produkter, der er lig med markedstendenserne og forbrugernes præferencer. Det, at Pandora er en produktionsvirksomhed, er effektivitet en vigtig faktor, hvilket kommer til udtryk i opførelsen af det nye Pandora Innovation Centre, der anvender den nyeste teknologi. Teknologien skal hjælpe Pandora med at forbedre og effektivisere processerne i deres produktionsfaciliteter.

Derudover stilles der høje krav til kvaliteten. Kvaliteten af produktet sikres ved at processen i hele værdikæden følges tæt fra start til slut. I forbindelse med produktudviklingen tegnes hvert smykke i 3D på Pandoras Innovation Centre i Bangkok. Produktet bliver herefter testet blandt specifikke grupper og udvalgte medarbejdere verden over. Efterfølgende bliver hvert enkelt design analyseret for at koordinere den mest effektive produktionsproces, og endeligt arbejder design- og produktudviklingens teamet på at finjustere det endelige design⁹⁶.

4.2.3.6 Indkøb/forsyninger

Pandora er meget kritisk, når det kommer til valget mellem leverandører, og har visse leverandørstandarder, hvor de kræver, at nogle grundbetingelser er opfyldt inden et samarbejde påbegyndes. Det er vigtigt at vælge leverandører, der overholder normerne for CSR. Pandora er en produktionsvirksomhed, som indebærer at de selv fremstiller egne smykker, men for at disse smykker kan produceres, har de behov for råvarematerialer. Råvarematerialerne der anvendes i produktionen, er primært sølv og guld. Pandoras indkøb af sølv stammer fra tre hovedleverandører, hvor 90% af det samlede sølv indkøbes af to ud af de tre hovedleverandører. Pandora indkøber sit guld fra forhandlere i Thailand. Pandora foretager grundige kvalitetstests for at bibeholde den høje kvalitet, og indkøber materialer af høj kvalitet rundt om i verden, da der skal tages højde for en række forhold fra omkostninger og leveringstid til bæredygtigt indkøb og forretningsetik⁹⁷. Dette vil alt sammen skabe værdi for kunden. De lave omkostninger medfører at Pandora kan levere smykker til tilgængelige priser og værne om deres titel ”Affordable Luxury”.

⁹⁵ Pandoras årsrapport 2017, side 20

⁹⁶ Pandoras årsrapport 2017, side 19

⁹⁷ Pandoras årsrapport 2017, side 19

4.2.3.7 Opsummering af Porter's værdikæde

Pandora sælger omkring 250.000 smykker dagligt, og er derfor den førende produktionsvirksomhed målt på volumen. Det betyder, at Pandora må indkøbe en masse råvarematerialer, blandt andet guld og sølv for at leve op til produktionen af den store mængde smykker. Råvarematerialerne leveres og lagres i Pandoras produktionsanlæg i Thailand.

Pandora fremstiller størstedelen af deres egne smykker, hvor en mindre del produceres af eksterne. For at sikre en kortere produktionstid af smykkerne anvender Pandora Lean produktionsprincipper. Opførelsen af det nye Pandora Innovation Centre har effektiviseret produktionsprocessen, og foranlediget en mere fleksibel produktudvikling. Produktudviklingen foregår i Pandoras Innovation Centre, hvor hvert smykke tegnes i 3D. Pandora står selv for at distribuere smykkerne ved hjælp af fire globale distributionscentre, hvilket er med til at styrke forsyningskæden.

Det kan konstateres, at markedsføring spiller en stor rolle hos Pandora. Dette kan ses på stigningen i markedsføringsomkostningerne de seneste år. Pandora markedsfører sine produkter ved brug af forskellige metoder såsom Tv-reklamer og sociale medier. Pandora sørger for at klæde butiksmedarbejderne godt på inden lancering af en ny kollektion, hvilket er med til at øge omsætningen.

Råvarematerialet sølv bliver leveret af tre hovedleverandører, hvor to af de tre hovedleverandører står alene for 90% af leverancen. På trods af dette kan Pandora indgå nogle fordelagtige aftaler. Råmaterialet guld købes fra forhandlere i Thailand. Pandora indkøber materialer af høj kvalitet, og foretager grundige kvalitetstest, da kvalitet er en vigtig faktor for Pandora.

Alt i alt kan det konkluderes, at Pandoras værdikæde er godt rustet, og via den har de formået at skabe store konkurrencemæssige fordele.

4.3 Delkonklusion

Som konklusion på den strategiske analyse vil de mest relevante forhold fra analysen blive sammenfattet i en SWOT-analyse.

4.3.1 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er et værktøj, som bliver anvendt til at samle de væsentligste faktorer fra den strategiske analyse, herunder den eksterne analyse: muligheder og trusler, og den interne analyse: styrker og svage sider. Disse forhold vil blive fordelt på SWOT-analysens fire punkter, afhængig af deres påvirkning på Pandoras performance. Modellen er ligeledes med til at belyse Pandoras nuværende situation og de elementer, der er afgørende for den kommende indtjening.

Interne forhold	
Styrker (S)	Svagheder (W)
- Velkendt brand - Velfungerende forsyningskæde og distributionsnetværk - Nyt produktionsanlæg der anvender den nyeste teknologi - Omkostningseffektiv produktion i Thailand - Fleksibel produktudvikling samt kortvarigt produktionstid 4 mdr. - Hyppige kollektionslanceringer - Store markedsandele i charms og armbånd konceptet - Stordriftsfordele - Vertikal integreret forretningsmodel	- Halvdelen af omsætning stammer fra charms konceptet - Salget af charms er faldende - Koncentreret produktion - Omsætningen er stagnerende
Eksterne forhold	
Muligheder (O)	Trusler (T)
- Programme Now - Skattefritagelse i Thailand - Klima og miljøbevidsthed - Onlinemarkedet er i stigende vækst - Teknologiske udvikling - Indtrængende virksomheder har svært ved at vokse sig store - Influenser styrer trenden - Samarbejde med influenser - Nyere generationer er betaget af sociale medier - Større produktionsvirksomheder har høj forhandlingsstyrke mod leverandører - Virksomheder med egne forhandlere. Påvirkning fra kunder (B2B er lav - Ansat ny gruppe. Fremme digitale innovationer samt kundeoplevelser - Miljøpolitik - Store vækstmuligheder i det Asiatiske marked	- Politiske forhold i Thailand. Uro og naturkatastrofer - Produktionen samlet et sted - Handel i fysiske butikker er minimeret - Substituerende produkter - Coronaviruset i Wuhan - Spredning af Coronaviruset kan forårsage økonomiskkrise - Kommende lavkonjunktur - Udsving i råvarepriser og valutakurser - Brexit forhandlinger især på toldområdet - Mange små lokale konkurrenter - Ophør af skattefritagelse i Thailand - Ændring i mode og tendenser

5 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er anden hovedafsnit i afhandlingen. Regnskabsanalysen har til formål at afdække alle væsentlige økonomiske attributter omkring en virksomhed, herunder evnen til at skabe værdi for aktionærerne, generere lønsom vækst og styre væsentlige driftsmæssige og finansielle risici⁹⁸.

Analysen vil indebære en reformulering af Pandoras regnskaber, resultatopgørelse samt balance. Herefter vil der blive udarbejdet en rentabilitetsanalyse af Pandora på baggrund af de officielle- og reformuleret opgørelser.

5.1 Reformulering af balancen

Formålet med at reformulere balancen er at separere drifts- og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansieringsforpligtelser for at få et mere korrekt billede af Pandoras evne til at skabe overskud.

I nedenstående tabel ses den reformuleret balance af Pandora for årene 2015 – 2019.

Pandora - Reformuleret balance						
DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsaktiver:						
Goodwill	2.080	2.424	2.571	3.522	4.278	4.415
Brand	1.053	1.057	1.057	1.057	1.057	1.057
Distributionsnetværk	268	216	184	154	124	94
Distributionsrettigheder	1.047	1.069	1.061	1.153	1.047	1.047
Andre immaterielle aktiver	411	683	893	1.113	1.272	831
Materielle aktiver	711	1.237	1.767	2.324	2.634	2.585
Udskudte skatteaktiver	407	879	946	884	1.050	675
Varebeholdninger	1684	2.357	2.729	2.729	3.158	2.137
Tilgodehavende fra salg	1110	1.360	1.673	1.954	1.650	1.643
Tilgodehavende indkomstskatter	52	113	142	143	86	467
Andre tilgodehavender	404	803	754	772	922	1.004
Leasingaktiver	0	0	0	0	0	4010
Reklamation	0	0	0	188	94	73
Driftsaktiver	9.227	12.198	13.777	15.993	17.372	20.038
Driftsforpligtelser:						
Hensatte forpligtelser kort	678	971	1.004	47	28	53
Leverandørgæld	804	1.329	1.622	1.695	2.253	3.095
Skyldige indkomstskatter	643	306	547	572	543	438
Anden gæld	630	1.005	964	1.023	1.402	1.250
Hensatte forpligtelser lang	61	97	101	150	279	278

⁹⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, for. Thomson 1. udgave af Thomas Plenborg side 38

Udskudte skatteforpligtelser	430	394	393	501	461	235
Anden gæld	0	249	393	481	172	1
Refusionsforpligtelser	0	0	0	791	869	753
Kontraktforpligtelser	0	0	0	64	66	71
Driftsforpligtelser	3.246	4.351	5.024	5.324	6.073	6.174
Netto driftsaktiver	5.981	7.847	8.753	10.669	11.299	13.864
Netto finansielle forpligtelser:						
Langfristet lån og kreditinstitutter	0	2350	3008	5283	6421	7962
Kortfristet lån og kreditinstitutter	10	257	3	164	248	2069
Afledte finansielle instrumenter	268	214	256	143	83	115
Netto finansielle forpligtelser	278	2821	3267	5590	6752	10146
Netto finansielle aktiver:						
Andre finansielle aktiver	99	159	250	289	323	290
Afledte finansielle instrumenter	99	65	161	153	162	187
Likvider	1131	889	897	993	1387	1054
Netto finansielle aktiver	1329	1113	1308	1435	1872	1531
Netto finansielle forpligtelser i alt	-1051	1708	1959	4155	4880	8615
Egenkapital	7.032	6139	6794	6514	6419	5249
Kontrol	0	0	0	0	0	0

Tabel 1: Reformuleret balance – kilde: Egen tilvirkning

Næsten alle leasingaftaler skal indregnes i balancen jf. IFRS 16, som trådte i kraft 1. januar 2019. Pandora har derfor indregnet leasingaktiver i balancen, hvor disse er blevet klassificeret som driftsaktiver i den reformuleret balance. Leasingaftalerne klassificeres som operationel leasing, hvilket kan læses i årsrapporten note 1.1⁹⁹, hvorfor omkostningerne er indregnet i resultatopgørelsen som en driftsomkostning. Leasingaftalerne består primært af lejet detailbutikker, forskellige kontorer, kontorudstyr og biler¹⁰⁰.

Refusionsforpligtelser og kontraktforpligtelser er placeret under driftsforpligtelser, da disse vedrører returvarer, og er derfor afledt af driften. Reklamation er ligeledes afledt af driften, derfor er denne post placeret under driftsaktiver.

⁹⁹ Årsrapport 2019, side 61

¹⁰⁰ Årsrapport 2019, side 79

For at en virksomhed kan leve op til at få afdækket dens daglige betalinger, har denne brug for driftslikviditet. Tommelfingerreglen er, at man tager 0,5 – 2 pct. af virksomhedens nettoomsætning og klassificerer dette beløb som driftslikviditet, hvor de resterende likvider klassificeres under finansielle aktiver¹⁰¹. Jeg har i denne afhandling og analyse vurderet, at det ikke er relevant at medtage driftslikviditet, idet virksomheder som udfører daglige betalinger til banker, som regel har en form for rentebærende konto, som karakteriseres at være finansielle aktiver. Dette betyder, at der ikke vil være konsekvenser ved at klassificere de samlede likvider som et finansielt aktiv, som der er gjort i tabel 1¹⁰².

Den reformuleret balance lever op til balanceligningen $EK = NDA - NFF - MIN$ ¹⁰³.

5.2 Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering af resultatopgørelsen har til hensigt at spore kilderne til Pandoras samlede overskud, som kaldes for totalindkomsten. Ved reformuleringen opdeles posterne i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger til brug for beregningen af nøgletal, som skal belyse Pandoras rentabilitet for driftsaktiver og finansielle aktiver. Desuden reformuleres der for at føre dirty-surplus posterne, som posteres direkte i egenkapitalen ind i resultatopgørelsen med henblik på at få et fuldkommen overskud.

Korrigeret for restruktureringsomkostninger	
DKK mio.	2019
Vareforbrug, rapporteret	-5.966
Restruktureringsomkostninger	-1016
Vareforbrug, korrigeret	-4.950
Salg-, distributions og markedsføringsomk.	-9.305
Restruktureringsomkostninger	-504,5
Salg-, dist og markedsf. omk. korrigeret	-8.801
Administrationsomk.	-2.770
Restruktureringsomkostninger	-504,5
Administrationsomk. korrigeret	-2.266

Tabel 2: Korrigeret for restruktureringsomkostninger – kilde: Egen tilvirkning

¹⁰¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 207

¹⁰² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 207

¹⁰³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 210

Pandora har i 2019 afholdt 2025 mio. i restruktureringsomkostninger som en del af Programme Now, hvor størstedelen af omkostningerne omhandler lageropkøbsprogram, forenkling af produktsortiment og konsulentomkostninger¹⁰⁴. Disse er fordelt som vist ovenfor i tabel 2. Restruktureringsomkostningerne er trukket ud og tillagt andet driftsoverskud før skat, som ses i den reformuleret opgørelse.

Pandora - Netto finansielle omkostninger					
DKK mio.	2015	2016	2017	2018	2019
Finansielle indtægter	84	328	198	533	351
Finansielle omkostninger	553	82	315	382	351
Valutakursgevinster	79	121	42	414	214
Valutakurstab	234	22	227	276	102
Netto finansielle omk. i alt	314	-147	-68	-13	112

Tabel 3: Netto finansielle omkostninger – kilde: Egen tilvirkning

Ved reformuleringen af resultatopgørelsen skal de netto finansielle omkostninger først og fremmest klarlægges for derved at kunne beregne skattefordelen. Tabel 2 viser, at valutakursreguleringer fjernes fra de netto finansielle omkostninger og bliver i stedet lagt til i andet driftsoverskud.

Pandora - Skatteallokering						
DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Skat af årets resultat	774	1.671	1.625	1.899	1.537	884
Skattefordel på netto finansielle omk.	29	74	-32	-15	-3	25
Samlet skat på driftsoverskud	803	1.745	1.593	1.884	1.534	909
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-20	-36	22	-41	30	-377
Skat allokeret til usædvanlige poster	0	0	0	0	0	0
Skat af driftsoverskud	823	1.781	1.571	1.925	1.504	1.286

Tabel 4: Skatteallokering – kilde: Egen tilvirkning

Dernæst beregnes skatten for henholdsvis driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Dette gøres ved først at tilføje den rapporteret skat af årets resultat, som er det afgørende element i videreberegningen. Herefter beregnes skattefordelen, som også kaldes skatteskjold, for netto finansielle omkostninger ved at gange de samlede netto finansielle omkostninger med skattesatsen, hvilket i dette tilfælde er 23,50 pct. Dette er skattesatsen i Danmark. I og med at Pandoras hovedsæde er i Danmark,

¹⁰⁴ Årsrapport 2019, side 50

antager jeg at aktiviteten er størst i dette land, derfor vurderer jeg, at det er mest hensigtsmæssigt at benytte selskabsskatten for Danmark.

Det ses at skattefordelen er negativ i 2016 til og med 2018, hvilket skyldes højere finansielle indtægter end omkostninger, som forudsætter en lavere samlet skat på driftsoverskuddet. Den samlede skat havde været Pandoras rapporteret skat, hvis virksomheden ikke havde finansielle aktiviteter, og var 100 pct. finansieret af egenkapitalen¹⁰⁵.

Derefter skal skat allokeret til andet driftsoverskud samt usædvanlige poster opgøres, dog udgør de usædvanlige poster DKK 0 i alle årene, hvorfor der kun beregnes skat af andet driftsoverskud. Skatten til andet driftsoverskud beregnes ved at tage forskellen af valutakursgevinster og tab og gange med selskabsskatten for årene 2014-2019. Det skal nævnes at Pandora har afholdt restruktureringsomkostninger i 2019, som indgår i beregningen. Bemærk at totalindkomsten ikke indgår i beregningen, da denne vil fremgå i opgørelsen efter skat. Det ses at årene 2015, 2017 og 2019 er negative, hvilket skyldes et større tab end gevinst ved valutaomregning samt restruktureringsomkostninger i 2019, som forårsager en skatteindtægt. Til sidst fås skat af driftsoverskud ved at trække skat allokeret til andet driftsoverskud fra samlet skat på driftsoverskud.

Pandora - Reformuleret resultatopgørelse						
DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	11.942	16.737	20.281	22.781	22.806	21.868
Vareforbrug	-3.470	-4.533	-5.047	-5.799	-5.825	-4.898
Bruttoresultat	8.472	12.204	15.234	16.982	16.981	16.970
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-3.008	-4.581	-5.723	-6.911	-8.016	-8.603
Administrationsomkostninger	-1.170	-1.610	-1.904	-1.999	-2.138	-2.020
Driftsoverskud fra salg før afskrivninger	4.294	6.013	7.607	8.072	6.827	6.348
Afskrivninger	-222	-199	-203	-288	-396	-496
Driftsoverskud fra salg (før skat)	4.072	5.814	7.404	7.784	6.431	5.852
Skat af driftsoverskud fra salg	823	1.781	1.571	1.925	1.504	1.330
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	3.249	4.033	5.833	5.859	4.927	4.523
Andet driftsoverskud (før skat)	442	139	257	-446	195	-1913
Skat af andet driftsoverskud	-20	-36	22	-41	30	-421
Andet driftsoverskud (efter skat)	462	175	235	-405	165	-1292
Usædvanlige poster						

¹⁰⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 239

Samlet driftsoverskud	3.711	4.208	6.068	5.454	5.092	3.230
Netto finansielle omk. (før skat)	118	314	-147	-68	-13	112
Skattefordel på netto finansielle omk.	29	74	-32	-15	-3	25
Netto finansielle omk. (efter skat)	89	240	-115	-53	-10	87
Minoritetsinteressernes resultatandel						
Totalindkomst aktionærer i Pandora A/S	3.622	3.968	6.183	5.507	5.102	3.143

Tabel 5: Reformuleret resultatopgørelse – kilde: Egen tilvirkning

Som det ses i ovenstående tabel, er posterne delt op i kernerdriftsaktivitet fra salg, anden driftsaktivitet og netto finansielle poster. Ved hjælp af tabellen skatteallokering kan skatten allokere ud til de tre kategorier og sikre, at hver enkelt overskudskomponent kan fremstå efter skat basis.

Omsætningen er den samme rapporteret, dog kan der forekomme korrektioner til denne post i form af tab på tilgodehavender, men da størrelsen ikke er af stor betydning, ses der bort fra korrektion.

De rapporterede omkostninger, herunder vareforbrug, salgs-, distribution og markedsføringsomkostninger samt administrationsomkostninger indeholder udgifter fra afskrivninger. I den reformuleret opgørelse er disse poster korrigeret, og posten afskrivninger er placeret særskilt i opgørelsen. Posterne er ligeledes blevet renset for restruktureringsomkostninger, som er tillagt anden driftsoverskud før skat.

Posten andet driftsoverskud efter skat indeholder totalindkomst efter skat samt valutakursgevinst og valutakurstab. Valutakursdifference vil altid være til stede for en virksomhed som Pandora, der handler i mange forskellige valutaer. Anden totalindkomst posteres direkte på egenkapitalen og føres ikke ind i den officielle resultatopgørelse, hvilket kaldes dirty-surplus accounting. Den reformuleret resultatopgørelse tager hensyn til disse poster, og inkluderer dem i opgørelsen, hvilket medfører et mere retvisende billede af driften og betegnes for clean-surplus accounting¹⁰⁶.

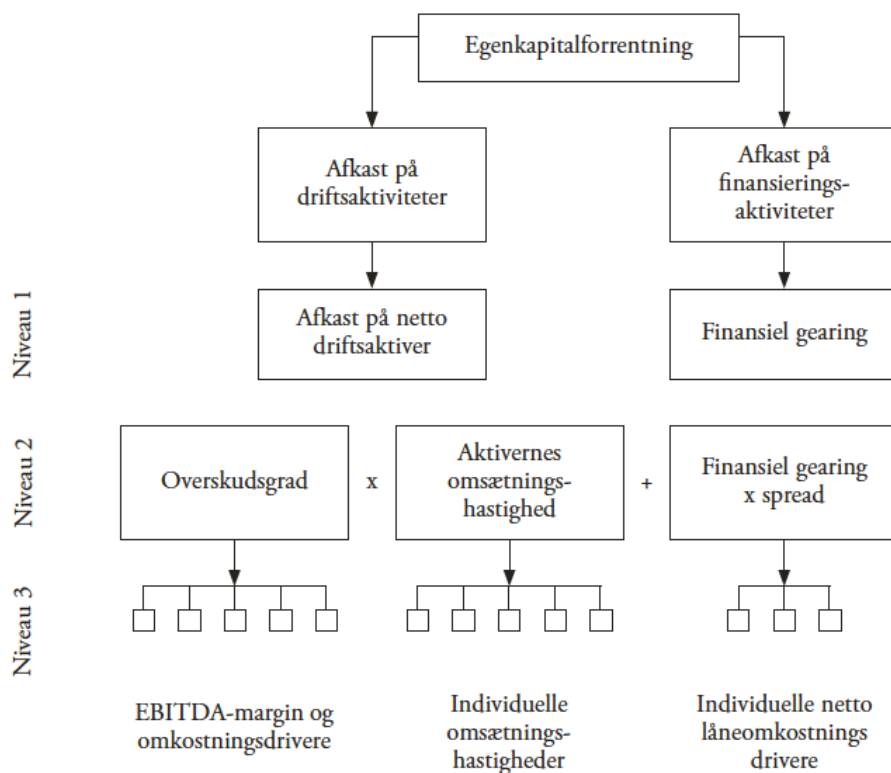
Netto finansielle omkostninger er som førnævnt korrigeret, hvor valutakursgevinst og valutakurstab er trukket ud og ført på anden driftsoverskud.

5.3 Rentabilitetsanalyse

I foranstående afsnit blev der foretaget en reformulering af henholdsvis resultatopgørelsen og balancen, der danner grundlag for rentabilitetsanalysen og vækstanalysen, som tilsammen vil danne grundlag for budgetteringen og værdiansættelsen af Pandora.

¹⁰⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 217

For at kunne budgettere Pandoras fremtidige performance på bedstevist, er det relevant først at kende til den historiske udvikling, som vil blive fremhævet ved hjælp af væsentlige nøgletal fra nedenstående DuPont-pyramiden.



Figur 6: DuPont-pyramiden – kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, Ole Sørensen side 280

DuPont-pyramiden er delt op i tre niveauer, hvor rentabilitetsanalysen tilrettelægges ud fra det første niveau, nemlig Egenkapitalforrentningen. Dette benævnes ROE samt de efterkommende og tilhørende finansielle værdidrivere afkastningsgrad (ROIC) og finansielle gearing (FGEAR). DuPont-pyramiden er delt op i to dele, hvor den ene tager udgangspunkt i komponenterne tilknyttet driftsaktiviteterne og den anden del tager udgangspunkt i Pandoras finansielle forhold.

På baggrund af de reformuleret opgørelser har jeg dekomponeret ROE, derefter ROIC og til sidst OG/AOH, som er det sidste og tredje niveau i DuPont-pyramiden. De beregnede nøgletal kan ses i nedenstående tabeller. Nøgletal er med til at illustrere den retning Pandora bevæger sig mod, udviklingens hastighed samt niveau i dens rentabilitet, risiko og vækst¹⁰⁷.

¹⁰⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, for. Thomson 1. udgave af Thomas Plenborg side 116

5.3.1 Niveau 1: Dekomponering af ROE

Niveau 1: Dekomponering af ROE	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	60,3%	95,6%	82,8%	78,9%	53,9%
ROIC	60,9%	73,1%	56,2%	46,4%	25,7%
FGEAR	0,0	0,3	0,5	0,7	1,2
r	73,1%	-6,3%	-1,7%	-0,2%	1,3%
SPREAD	-12,3%	79,4%	57,9%	46,6%	24,4%

Tabel 6: Dekomponering af ROE – kilde: Egen tilvirkning

ROE viser Pandoras evne til at skabe værdi for ejerne, dvs. forrentningen af de penge som ejerne har placeret i virksomheden. Det betyder, at jo højere dette procentvise nøgletal er desto bedre.

ROE er beregnet ud fra følgende formel: $ROE = \text{Totalindkomst til aktionærer/Gns. Egenkapital}$.

Det ses i tabel 5, at ROE har været rimelig svingende fra 2015-2019. Den starter med at være 60,3% i 2015, hvorefter den stiger til 95,6% i 2016, som er det højeste den har været i løbet af analyseperioden. Derefter falder den langsomt fra 82,8% i år 2017 til 78,9% i år 2018. I år 2019 falder den drastisk til 53,9% i takt med at totalindkomsten og egenkapitalen i perioden har foretaget et dyk. Restruktureringsomkostningerne som er afholdt i 2019 spiller dog en væsentlig rolle. Den forbedret ROE fra 2015-2016 skyldes stigningen i totalindkomst, som kommer fra, at Pandora i perioden har formået at øge omsætningen og holde omkostningerne stabile.

Udviklingen af ROE drives af ROIC (afkastningsgrad) og FGEAR (finansielle gearing). Formlen er således: $ROE = ROIC + [FG\text{EAR} \cdot (ROIC - r)]$. Det er derfor relevant at dekomponere ROE og få kigget på disse to nøgletal for at få en bedre forståelse for egenkapitalforrentningens udvikling.

ROIC er med til at belyse Pandoras evne til at skabe afkast på baggrund af den investerede kapital. Pandoras evne til at forrente påvirkes af nøgletallene OG/AOH. Det kan ses ved sammenligningen af udviklingen i ROE og ROIC, at disse to går hånd i hånd. ROE og ROIC er steget og faldet på eksakt samme tidspunkt. ROIC har på samme måde som ROE været forholdsvist svingende i løbet af analyseperioden og foretaget et dyk i år 2019.

ROIC steg fra 60,9% i 2015 til 73,1% i 2016. Herefter begyndte ROIC at falde fra 56,2% i 2017 til 46,4% i 2018. ROIC faldt yderligere i år 2019 med hele 20,7 procentpoint og ligger nu på 25,7%. Forklaringen på

faldet i 2019 kan findes i de forhøjede netto driftsaktiver og faldende samlet driftsoverskud. Resultatet er meget utilfredsstillende og viser at Pandora i år 2019 har været meget dårlige til at skabe afkast af den investerede kapital. Dog kan man ikke stadfæste deres fulde performance grundet afholdelsen af restruktureringssomkostningerne, som er et engangsbeløb selskabet betaler i året.

Tager vi et kig på r (gældsrenten) i 2015, er denne højere end ROIC med 12,2 procentpoint, hvilket indikerer at Pandora mister penge ved at have gæld. Dette er det eneste år, hvor r er højere end ROIC, ellers er r langt lavere end ROIC i årene 2016-2019, som betyder at Pandora tjener på fremmedkapitalen. Dog er gearingen i 2015 på 0,0, hvilket betyder at Pandora set i forhold til egenkapitalen ikke har meget fremmedkapital. Dette er godt, da der er en høj risiko ved at have gælden, viser r .

Fremmedkapitalen er i stedet steget markant i løbet af årene 2015-2019, fra 0,0 til 1,2. Dette viser at gældsandelen i Pandora fylder mere. Stigningen i fremmedkapitalen er et godt træk nu, hvor r er langt lavere end afkastningsgraden, og betyder at Pandora i disse år tjener på at arbejde med gæld.

Gældsrenten er negativ fra 2016-2018, hvilket skyldes de høje finansielle indtægter, der har bevirket et negativt netto finansielle omkostninger. Den negative gældsrente skyldes ikke de negative NFF, viser den stigende gæld. Såfremt ROIC er større end r , vil ROE være større end ROIC, og i dette tilfælde vil man tjene på at arbejde med gæld og det modsatte vil gøre sig gældende, hvis ROIC er mindre end r , vil ROE være mindre end ROIC og betyde at virksomheden vil tabe på at arbejde med gæld.

SPREAD er gået fra at være negativ i 2015 til at stige kraftigt hen over analyseperioden. SPREAD udgjorde 79,4% i 2016 og faldt derefter på samme måde som ROE og ROIC til 24,4% i 2019. SPREAD og den finansielle gearing er med til at bestemme forskellen på størrelsen af ROE i forhold til ROIC¹⁰⁸.

Det negative SPREAD i 2015 vil medføre en negativ påvirkning på ROE ved at øge fremmedkapitalen og omvendt, en forøgelse i fremmedkapitalen med et positivt SPREAD vil have en positiv effekt på ROE. Pandora er bevidst herom, derfor er virksomhedens FGEAR 0,0 i 2015, og med et positivt SPREAD i de resterende år har det fået Pandora til at øge fremmedkapitalen, som har vist et øget FGEAR.

¹⁰⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 282

5.3.2 Niveau 2: Dekomponering af ROIC

Niveau 2: Dekomponering af ROIC	2015	2016	2017	2018	2019
ROIC	60,9%	73,1%	56,2%	46,4%	25,7%
OG	25,1%	29,9%	23,9%	22,3%	14,8%
AOH	2,42	2,44	2,35	2,08	1,74

Tabel 7: Dekomponering af ROIC – kilde: Egen tilvirkning

Dette er den anden del i DuPont-pyramiden, som kigger på driftsaktiviteterne og indeholder en dekomponering af ROIC. Dekomponeringen af ROIC er foretaget i tabel 6. Eftersom ROIC påvirkes af OG (overskudsgrad) og AOH (aktivernes omsætningshastighed) er det relevant med en dekomponering for at få analyseret disse to nøgletal. Formlen er følgende: $ROIC = \text{Overskudsgrad} * \text{Aktivernes omsætningshastighed}$.

Den inverse OG er med til at vise Pandoras evne til at tjene overskud, det vil sige, andelen af omsætningen der i realiteten er tjent efter, at driftsomkostningerne er dækket. Som det ses i tabel 6, har OG været stigende fra 2015 til 2016 med 4,8 procentpoint, hvor den derefter er faldet med 1,6 procentpoint i 2017 til 2018. Efterfølgende er den faldet betydeligt til 14,8% i 2019. Faldet fra 2018 til 2019 udgør 7,5 procentpoint. Forklaringen for udviklingen i OG findes i de underliggende drivere.

Det næste nøgletal der bestemmer udviklingen i ROIC, er AOH. AOH viser, hvor meget omsætning Pandoras tilgængelige aktiver skaber og hvor gode de er til at anvende disse aktiver.

AOH er steget minimalt fra 2015 til 2016, hvorefter den er faldet gennem årene og gevaldigt i 2018 og 2019 med henholdsvis 0,27 og 0,34. Det største fald blev set i 2019, hvor Pandora gik fra at omsætte 2,08 gange af den investerede kapital i 2018 til 1,74 gange, som svarer til et fald på 16,3%. Det viser, at Pandora i denne periode ikke har været gode til at skabe omsætning med den investerede kapital. Et AOH på f.eks. 2,00 betyder, at virksomheden anvender 50 øre til at skabe én kroners salg ($1/2,00$)¹⁰⁹, og når AOH i 2019 er på 1,74 gange, betyder det, at Pandora bruger 57 øre til at skabe én kroners salg.

Det kan konstateres på baggrund af de to nøgletal, at udviklingen i ROIC i 2015 til 2016 stiger grundet en stigning i OG samt AOH, og at faldet fra 2016 til 2017 skyldes faldet i OG fra 29,9% til 23,9%, hvor AOH har været svagt faldende. Faldet i ROIC i 2018 skyldes det store fald i AOH fra 2,35 gange til 2,08 gange, hvorimod det i år 2019 er faldet i både AOH/OG, der har forårsaget et kolossalt fald i ROIC til 25,7%.

¹⁰⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 286

For at vide hvilke poster der påvirker OG samt AOH skal der foretages en dekomponering til niveau tre, for at kunne få de bagvedliggende regnskabstal frem, analyseret og skabt et fyldestgørende billede af hvilke drivere der påvirker udviklingen af ROIC.

5.3.3 Niveau 3: Dekomponering af OG/AOH

Niveau 3: Dekomponering af OG	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	100%	100%	100%	100%	100%
Vareforbrug	-27,1%	-24,9%	-25,5%	-25,5%	-22,4%
Bruttoresultat	72,9%	75,1%	74,5%	74,5%	77,6%
Salgs-, distributions- og markedsførings omk.	-27,4%	-28,2%	-30,3%	-35,1%	-39,3%
Administrations omk.	-9,6%	-9,4%	-8,8%	-9,4%	-9,2%
EBITDA-margin	35,9%	37,5%	35,4%	29,9%	29,0%
Afskrivninger	-1,2%	-1,0%	-1,3%	-1,7%	-2,3%
EBIT-margin	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%	26,8%
Skat på EBIT	10,6%	7,7%	8,4%	6,6%	6,1%
NOPAT-margin	24,10%	28,76%	25,72%	21,60%	20,68%
Andet driftsoverskud (efter skat)	1,05%	1,16%	-1,78%	0,72%	-5,91%
Samlet OG	25,1%	29,9%	23,9%	22,3%	14,8%

Tabel 8: Dekomponering af OG – kilde: Egen tilvirkning

Den faldende overskudsgrad kan dels forklares ud fra de stigende driftsomkostninger, men mest restruktureringsomkostningerne. Udviklingen i vareforbruget og administrationsomkostningerne har været stabil i forhold til omsætningen i løbet af analyseperioden. Dog er der vist et fald i forhold til omsætningen i 2019, hvor førnævnte er sket på trods af, at råvarepriserne er steget.

Faldet i vareforbruget har forbedret bruttoresultatet med 3,1 procentpoint fra 74,5% i 2018 til 77,6% i 2019. Denne forbedring skyldes omkostningsreduktion forårsaget af initiativerne fra Programme Now samt en mere effektiv produktion¹¹⁰. Administrationsomkostningerne er ligeledes faldet i takt med, at omsætningen er faldet og forbedret grundet førnævnte initiativ¹¹¹.

Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger har været stigende igennem hele perioden, særligt fra 2017 til 2019. I 2017 udgjorde de 30,3% af den samlede omsætning, og med en stigning på 9,0 procentpoint

¹¹⁰ Årsrapport 2019, side 49

¹¹¹ Årsrapport 2019, side 49

er andelen steget til 39,3% i 2019. Stigningen skyldes investeringerne i nye PANDORA-ejede konceptbutikker, som gik fra at være 974 butikker i 2017 til 1397 butikker i 2019¹¹².

Skat på EBIT har generelt været faldende, i og med EBIT er faldende.

Udviklingen i andet driftsoverskud har været forholdsvis svingende i analyseperioden. I 2016 udgjorde den 1,16% af omsætningen, hvor den i 2017 lå på -1,78%. Dette store fald skyldes en negativ andet totalindkomst efter skat, som kommer af en negativ valutakursregulering af kapitalandele i dattervirksomheder. Derudover skyldes det en stor difference i valutakursgevinster og tab. Det omvendte gør sig gældende i 2018, som næsten er forbedret med et helt procentpoint til 0,72%, hvilket hovedsageligt skyldes de høje valutakursgevinster, som ligeledes har smittet af på 2019. Dog skiller 2019 sig ud, på grund af de høje omkostninger i forbindelse med den nye strategi, som har medført en enorm stigning i andet driftsoverskud fra 0,72% i 2018 til 5,91% i 2019.

Niveau 3: Dekomponering af AOH	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	0,41	0,41	0,43	0,48	0,58
Immaterielle aktiver	0,31	0,28	0,28	0,32	0,35
Materielle aktiver	0,06	0,07	0,09	0,11	0,12
Netto andre langfristede driftsaktiver	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Anlægskapital	0,37	0,36	0,37	0,43	0,57
Varebeholdninger	0,12	0,13	0,12	0,13	0,12
Tilgodehavender fra salg	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
Andre kortfristede driftsaktiver	0,04	0,04	0,04	0,05	0,06
Leverandørgæld	-0,06	-0,07	-0,07	-0,09	-0,12
Andre kortfristede driftsforpligtelser	-0,13	-0,12	-0,11	-0,12	-0,13
Arbejdskapital	0,05	0,05	0,06	0,05	0,01

Tabel 9: Dekomponering af AOH – kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabel 8, at de fleste drivere har forholdt sig forholdsvis stabilt i løbet af analyseperioden. Dog er der enkelte drivere, hvis udvikling bevæger sig lidt ud, såsom posterne under anlægskapital og særligt netto andrelangfristede driftsaktiver i 2019, som skyldes indregningen af leasingaktivet.

Hvis man ser overordnet set på de immaterielle aktiver i forhold til omsætningen, har disse været stigende, særligt i løbet af de seneste år fra 2017 til 2019. Dette skyldes en markant stigning i goodwill og andre

¹¹² Årsrapport 2017, side 52 / Årsrapport 2019, side 49

immaterielle aktiver, hvilket beror på opkøb af virksomheder og aktiviteter jf. årsrapporterne under note 3.1 immaterielle aktiver¹¹³.

De materielle aktiver er ligeledes steget med det dobbelte fra 6 øre til 12 øre i 2015 til 2019, hvilket indikerer en ringere kapitaludnyttelse. Netto langfristede driftsaktiver har været 0,00 fra 2015 til 2018, og pludseligt ligger de på 0,10 i 2019, hvilket skyldes posten leasingaktiver, der har haft en væsentlig rolle i stigningen.

Under arbejdskapitalen er det især poster som leverandørgæld og andre kortfristede driftsforpligtelser samt andre kortfristede driftsaktiver, der har påvist en stigning med et procentpoint i 2018 og 2019.

Leverandørgælden er steget med det dobbelte hen over analyseperioden, hvor de andre kortfristede driftsforpligtelser har ligget på et stabilt niveau i forhold til omsætningen.

Anlægskapital og arbejdskapitalen har været rimelig stabile i perioden, dog er anlægskapitalen steget med 6 øre fra 0,37 i 2017 til 0,43 i 2018, hvor arbejdskapitalen er faldet med 1 øre fra 0,06 til 0,05, hvilket viser, at Pandora har bundet mere kapital i anlægsaktiver. Faldet i arbejdskapitalen ses igen i 2019, hvor den falder med 80% fra 0,05 i 2018 til 0,01 i 2019. Anlægsaktiverne er derimod ramt af en markant stigning med 14 øre fra 0,43 i 2018 til 0,57 i 2019. Det betyder, at Pandora i 2019 binder 58 øre i anlægs- og arbejdskapital til at skabe en krones omsætning.

5.4 Delkonklusion

På baggrund af ovenstående analyse kan det konkluderes, at den stagnerende omsætning har været omdrejningspunktet hvad angår udviklingen i de væsentligste nøgletal.

ROE har været forholdsvis svingende igennem analyseperioden. Hvis man sammenligner ROE i 2015 og 2016, har Pandora haft et godt år i 2016. ROE steg gevaldigt med over halvdelen fra 2015 til 2016. Herefter begyndte ROE at falde langsomt i 2017 til 2018. Det endte med et stort fald i 2019.

ROIC har været igennem samme udvikling som ROE. Den starter med at stige i 2015 til 2016, hvorefter den begynder at falde langsomt, og i 2019 blev den slået ned. ROIC er faldet fra 73,1% i 2016 til 30,8% i 2019 på blot 3 år, det udgør et fald på ca. 58%. Dog viser det sig, at Pandora i perioden 2016 til 2019 tjener ved at have fremmedkapital, som også er stigende i disse år, viser FGEAR. Dette sker da r er langt lavere end afkastningsgraden. SPREAD viser også nogenlunde samme udvikling som i ROE og ROIC.

¹¹³ Årsrapport 2019, side 75

OG/AOH har ligeledes været stigende i starten af analyseperioden, hvorefter de er faldet i bider. Det sidste år har været lidt udfordrende for Pandora grundet omkostningerne i forbindelse med implementeringen af den nye strategi. Dette medførte en overskudsandel på et beskedent niveau på 14,8% af omsætningen og en kapitaltilpasningsevne på 2,08, altså en kapitalbinding på 48 øre i aktiver skaber én kroners salg i 2019.

Anlægs- og arbejdskapital har været uændret i 2015 til 2016. Dog er de efterfølgende steget fra 0,41 og 0,08 i 2017 til 0,51 og 0,05 i 2019. Dette viser, at Pandora i 2019 binder mere i anlægskapital end i arbejdskapital. Anlægskapitalen er steget med 0,10, og arbejdskapital er faldet med 0,03 fra 2017 til 2019.

Overordnet set kan det konkluderes, at Pandoras udvikling på det seneste er forværret. Enkelte områder er dog forbedret på baggrund af de nye tiltag og initiativer, som viser, at Pandora langsomt rejser sig, og vil på sigt formå at vende den negative omsætningsvækst.

6 Budgettering

I dette afsnit vil Pandoras fremtidige udvikling blive budgetteret ved hjælp af de indsamlede informationer fra henholdsvis den strategiske analyse, regnskabsanalysen og nøgletalsanalysen. Budgetteringsdelen danner grundlag for den videre værdiansættelse af Pandora. Det skal pointeres, at der i budgetteringen ikke vil tages højde for Coronaviruset, da emnet er forbundet med mange ukendte variable.

6.1 Budgetperiode

Budgetperioden er sat til fem år, da det vurderes at være en sikker og fornuftig tidshorisont, at kunne forudsige variationer i de underliggende variable før en steady-state af disse opnås¹¹⁴. Terminalperioden kommer efter budgetperioden. Terminalperioden forekommer så snart væksten er nået steady-state, og vokser med en konstant vækstrate. Der er flere faktorer, der skal tages hensyn til når budgetperioden fastlægges, såsom hvor moden (vækstpotentialet) er branchen, hvor længe har virksomheden været i branchen samt hvilke konkurrencemæssige fordele besidder virksomheden¹¹⁵.

Ifølge vores foregående analyser kan det konstateres, at Pandora har en konkurrencemæssig fordel på flere variable. Det antages, som det ser ud nu og et par år frem, at Pandora fortsat vil besidde disse fordele, dog er det uforudsigeligt på lang sigt. Desuden kan det konstateres på baggrund af den strategiske analyse, at smykkebranchen har nået et svært punkt og befinder sig i den modne ende, derfor vil en femårig budgetperiode for Pandora være mere realistisk.

¹¹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 319

¹¹⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 320

Budgetteringen foretages med fokus på den forventede udvikling af følgende værdidrivere:

- Vækstrate for salg
- Effektive skatteprocent
- Overskudsgraden
- Aktivernes omsætningshastighed

6.2 Budgetforudsætninger

Med udgangspunkt i den strategiske- og regnskabsanalyse er den forventede udvikling i Pandoras underliggende finansielle værdidrivere opstillet i tabel 10 og tabel 11. Budgetforudsætningerne vil danne grundlag for udarbejdelsen af proforma opgørelser.

Budgetforudsætninger	Budgetperiode					Terminalperiode
Vækst - stigning/faldet i %	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætning	-2,5%	0,0%	4,0%	6,5%	5,5%	2,0%
Vareforbrug	-1,5%	-0,5%	3,5%	5,5%	4,5%	1,5%
Salgs,- og distributions og markedsføringsomkostninger	1,5%	-4,5%	1,5%	3,0%	5,0%	2,0%
Administrationsomkostninger	-0,5%	0,0%	0,5%	1,5%	3,0%	1,5%
Afskrivninger	1,5%	2,0%	3,0%	3,5%	4,0%	2,0%
Andet driftsoverskud	30,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-5,0%
Usædvanlige poster	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Effektiv skatteprocent	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Tabel 10: Budgetforudsætninger - resultatopgørelse– kilde: Egen tilvirkning

Budgetforudsætninger	Budgetperiode					Terminalperiode
Vækst - stigning/faldet i %	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immaterielle aktiver i alt	-2,5%	1,0%	2,50%	5,0%	4,5%	1,1%
Materielle aktiver	-2,5%	1,0%	2,50%	5,0%	4,5%	0,6%
Netto andre langfristede aktiver	0,0%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	0,2%
Varebeholdninger	-2,5%	5,0%	10,0%	12,0%	8,9%	3,1%
Tilgodehavender fra salg	-0,5%	1,5%	3,0%	4,0%	4,3%	1,2%
Andre kortfristede driftsaktiver	0,5%	0,5%	1,0%	1,5%	1,5%	0,5%
Leverandørgæld	-1,0%	-1,0%	-2,0%	-2,5%	-3,0%	0,5%
Andre kortfristede driftsforpligtelser	-1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	2,0%	1,0%

Tabel 11: Budgetforudsætninger - balance – kilde: Egen tilvirkning

6.3 Vækstrate for salg

Det er essentielt at foretage et grundigt forarbejde, før fastlæggelsen af salgsvækstraten finder sted. Der vil blive gjort brug af Pandoras egne årsrapporter, historiske regnskabstal samt den strategiske analyse.

Hvis vi ser overordnet på de historiske regnskabstal under bilag 6, kan det ses at Pandora har haft en positiv udvikling i omsætningen fra 2015 til 2017. Dog har 2018 vist en lille stigning i forhold til 2019, hvor man så en negativ omsætningsvækst. På baggrund af de historiske regnskabstal under bilag 1 kan den gennemsnitlige stigning i omsætningen beregnes, og denne udgør 13,9%. Det er dog ikke tilstrækkeligt at forecaste ud fra de historiske regnskabstal, det er også relevant at kigge på analyserne, som er foretaget under den strategiske analyse.

Det kan ses i tabel 10, at omsætningen for 2020 er budgetteret med et fald på -2,5%. Pandora forventer et negativt fald i omsætningen i 2020, hvilket der er taget højde for¹¹⁶. Pandora er som sagt i gang med sin nye strategi - Programme NOW spareplan, som vil have en indflydelse på salget i 2020, hvilket også er taget med i afgørelsen. Herudover er der set på BCG-modellen samt PLC-kurven under den interne analyse for fastlæggelsen af salgsvækstraten, hvor udviklingen i de forskellige produktgrupper er blevet belyst.

Charms konceptet har været faldende de seneste år og forventes fortsat at falde, hvilket vil have en påvirkning på omsætningen. De andre produktgrupper er endnu ikke vokset sig store, og væksten er minimal i forhold til at få løftet omsætningen. Omsætningsvæksten for 2021 forventes at være uændret. Den nye strategiplan vil være implementeret, og det forventes at produktkategorierne vil gennemgå en tilstrækkelig udvikling, så de kan være i stand til at vende omsætningen fra et negativt niveau.

Det er dog lidt anderledes med årene 2022 og 2023. Det forventes at Pandora vil opleve stigende omsætningsvækst i begge år med henholdsvis 4,0% og 6,5%. Den nye spareplan strategi Programme NOW løb fra 2019 til 2020, derfor forventes det at Pandora i 2022 og 2023 vil styrke omsætningen ved hjælp af markedsføring, salgstilbud mm. Resultatet og effekten af initiativerne fra Programme NOW forventes særligt at blive mærket i disse to år. Det forventes desuden at produktkategorierne ringe, halskæder og vedhæng vil have en god vækstposition samtidig med, at armbånd er nået et godt indtjeningspunkt. Produktkategorierne vil tilsammen kunne erstatte den faldende charms.

Det forventes at omsætningsvæksten vil falde i 2024 til 5,5%. Det formodes at væksten i de pågældende produktkategorier vil falde lidt, samtidig med at charms serien er faldende, hvilket vil have en negativ effekt

¹¹⁶ Årsrapporten 2019, side 11-12

på omsætningen. Terminalperioden er sat til en vækstrate på 2,0%. Det er vigtigt, at vækstraten ikke er sat for højt, da det er en budgettering i al evighed, derfor vurderes 2,0% at være en realistisk vækstrate¹¹⁷.

6.4 Effektive skatteprocent

Den effektive skatteprocent forventes efter Pandoras optik at være på 22-23% i 2020¹¹⁸. Den effektive skatteprocent har de sidste fire år ligget på et niveau svarende til 22%, og da det er svært at fastsætte den effektive skatteprocent, grundet de mange ubekendte variable, vurderes det at 22% er en realistisk og fornuftig sats at gå ud fra. Pandora er som analyseret under det politiske forhold omfattet af en BOI-aftale, som betyder at de er fritaget for at betale skat af flere af deres aktiviteter. Det er uvist om aftalen udløber 3. kvartal 2020 eller om den genforhandles. Desuden er det vurderet, at effekten ikke vil være af stor betydning i forhold til usikkerheden, derfor er der ikke taget højde for dette i budgetteringen.

6.5 Overskudsgraden

Efter at analysen og fastsættelsen af vækstraten for salget samt budgetforudsætningerne er på plads, kan udarbejdelsen af proforma opgørelsen påbegyndes for at budgettere de fremtidige marginer EBIT og Samlet OG. For at opnå et mere præcist billede af marginerne er det en nødvendighed at budgettere de underliggende poster, såsom driftsomkostningerne, som vil danne grundlag for budgetteringen af EBIT og Samlet OG.

6.5.1 Budgetteret vareforbrug

Det er valgt at VF budgetteres særskilt, da det til trods for stigning i salget ikke nødvendigvis er realistisk at vareforbrug stiger proportionalt med omsætningen. VF er budgetteret med et fald på -1,5% i 2020 jf. tabel 10, hvilket er et mindre fald end i omsætningen, som skyldes dyrere råvarepriser jf. PESTEL-modellen. Det forventes at Pandora vil opleve et uændret VF i 2021 på trods af, at omsætningen er stigende. Stigningen skyldes omkostningsreduktion som kommer fra initiativerne i Programme NOW. Dette vil ligeledes påvirke de resterende år i budgetperioden samt terminalperioden, som forventes at være 1,5%.

6.5.2 Budgetteret salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger

Hvis vi kigger på de historiske salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger har de altid været stigende særligt de seneste tre år, hvor de gennemsnitligt er steget med 35% i forhold til omsætningen jf. bilag 9. Det forventes at Pandora skruer lidt ned for investeringer i nye PANDORA-ejede konceptbutikker i årene 2020-2021 sammenlignet med 2019. Dog forventes salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger fortsat at være stigende i 2020 grundet investeringerne i forrige periode.

¹¹⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 325

¹¹⁸ Årsrapporten 2019, side 12

Derimod forventes et fald på -4,5% i 2021. Herefter vil de begynde at stige igen fra 2022, da det forventes at Pandora genoptager investeringer i flere butikker samt optimeringen af forretningen. Terminalperioden er budgetteret med en vækstrate på 2,0%.

6.5.3 Budgetteret administrationsomkostninger

Administrationsomkostningerne i årene 2015-2019 har forholdt sig forholdsvist stabilt med en gennemsnitlig stigning på 9,3% i forhold til omsætningen jf. bilag 9. Det forventes at administrationsomkostningerne vil opleve et svagt fald i 2020 i takt med, at omsætningen falder, hvorefter de vil stige langsomt hen over budgetperioden. Dog vil stigningen udgøre en mindre del af omsætningen sammenlignet med de historiske tal, hvilket skyldes resultaterne fra Programme NOW. De forventes at stige med 1,5% i 2023, som er 8,7% af omsætningen, hvor de i 2024 forventes at stige med 3,0%, som er 8,5% af omsætningen.

Administrationsomkostningerne er budgetteret med en stigning på 1,5%.

Budgetteringen af ovenstående vækstrater resulterer i opførelsen af nedenstående proforma opgørelse.

Resultatopgørelse DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætning	21321	21321	22174	23615	24914	25413
Vareforbrug	-4825	-4800	-4968	-5242	-5478	-5560
Bruttoresultat	16497	16521	17206	18374	19437	19853
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-8732	-8339	-8464	-8718	-9153	-9337
Administrationsomkostninger	-2009	-2009	-2019	-2050	-2111	-2143
Driftsoverskud fra salg før afskrivninger	5.756	6.173	6.723	7.606	8.172	8.373
Afskrivninger	-503	-514	-529	-547	-569	-581
Driftsoverskud fra salg (før skat)	5.252	5.659	6.194	7.059	7.603	7.793
Skat af driftsoverskud fra salg	1156	1245	1363	1553	1673	1714
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	4.097	4.414	4.831	5.506	5.930	6.078
Andet driftsoverskud (før skat)	-2487	-1865	-1399	-1049	-787	-748
Skat af andet driftsoverskud	-547	-410	-308	-231	-173	-164
Andet driftsoverskud (efter skat)	-1940	-1455	-1091	-818	-614	-583
Usædvanlige poster	0	0	0	0	0	0
Samlet driftsoverskud	2.157	2.959	3.740	4.688	5.316	5.495
EBIT	24,6%	26,5%	27,9%	29,9%	30,5%	
Samlet OG	10,1%	13,9%	16,9%	19,9%	21,3%	

Tabel 12: Proforma opgørelse - resultatopgørelse – Egen tilvirkning

Andet driftsoverskud er budgetteret med en 30% stigning i 2020, hvilket skyldes afholdelse af restruktureringsomkostninger i forbindelse med implementeringen af den nye strategi, som har til hensigt at få Pandora tilbage på rette kurs. Strategien løber fra 2019-2020, hvilket vil sige at der ikke forventes at blive afholdt yderligere restruktureringsomkostninger herefter, og derfor er andet driftsoverskud i løbet af resten af budgetperioden faldende.

Pandora forventer en EBIT-margin lidt over 23% ekskl. restruktureringsomkostninger i 2020, denne forventning er der taget højde for¹¹⁹. Både EBIT-margin og Samlet OG har oplevet et fald i 2020, hvorefter de forventes at stige med omkring 2-3 procentpoint hen over budgetperioden.

6.6 Aktivernes omsætningshastighed

For at kunne budgettere udviklingen i aktivernes omsætningshastighed har vi brug for den budgetterede omsætning, som er udregnet under vækstraten for salget samt gennemsnitlige netto driftsaktiver, hvilket vi mangler at udregne. Dette sker ved først at finde anlægskapital og arbejdskapital for derved at komme frem til netto driftsaktiver. Anlægskapital og arbejdskapital udregnes ved brug af vækstraterne i tabel 11.

Budgetteringen af ovenstående vækstrater i tabel 11 resulterer i opførelsen af nedenstående proforma opgørelse.

Balance	Budgetperiode					Terminalperiode
DKK mio.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immaterielle aktiver i alt	7258	7330	7514	7889	8244	8335
Materielle aktiver	2520	2546	2609	2740	2863	2880
Netto andre langfristede aktiver	4171	4067	3965	3866	3769	3777
Anlægskapital	13.949	13.943	14.088	14.495	14.877	14.992
Varebeholdninger	2084	2188	2407	2695	2935	3026
Tilgodehavender fra salg	1635	1659	1709	1777	1854	1876
Andre kortfristede driftsaktiver	1552	1559	1575	1599	1623	1631
Leverandørgæld	-3064	-3033	-2973	-2898	-2811	-2826
Andre kortfristede driftsforpligtelser	-2539	-2565	-2603	-2642	-2695	-2722
Arbejdskapital	-333	-192	115	531	905	986
Netto driftsaktiver	13616	13751	14203	15026	15782	15978

¹¹⁹ Årsrapporten 2019, side 11

AOH

1,55	1,56	1,59	1,62	1,62	
------	------	------	------	------	--

Tabel 13: Proforma opgørelse – balance – Egen tilvirkning

6.6.1 Anlægskapital

Overordnet set forventes det at anlægskapitalen vil stige langsomt hen over budgetperioden. Hvis vi tager udgangspunkt i anlægskapitalen set i forhold til omsætningen, forventes anlægskapitalen at stige fra 64,9% i 2019 til 65,4% i 2020 og fortsat være uændret i 2021. Stigningen skyldes at Pandora fortsat forventer at investere i Pandora-ejede butikker, IT og fortsat optimering af håndværksfaciliteterne¹²⁰. Dog vil anlægskapitalen være en smule faldende hen over resten af budgetperioden, hvor især de immaterielle aktiver og netto andre langfristede aktiver forventes at falde i forhold til omsætningen, hvilket kan ses i bilag 10. Det forventes ikke at Pandora tilegner sig flere leasingaktiver i denne periode.

Til budgetteringen er der taget udgangspunkt i de sidste fem års tal. Hvis den gennemsnitlige historiske anlægskapital, som ligger på 45,8% sammenlignes med den gennemsnitlige budgetteret anlægskapital på 63,1% kan der findes en sammenhæng, dog skal der ses bort fra leasingaktiverne, da de på daværende tidspunkt ikke var indregnet i balancen. Der forventes en vækstrate på anlægskapitalen på 1,9% i terminalperioden.

6.6.2 Arbejdskapitalen

Arbejdskapitalen forventes at ligge på et godt niveau i 2020 og 2021. Det kommer af, at Pandora er blevet bedre til at forhandle betalingsbetingelser med sine leverandører, i og med at omsætningen også er faldende, er leverandørerne gået med til at give yderligere kredittid.

Det forventes at arbejdskapitalen vil stige voldsomt i løbet af resten af budgetperioden i takt med omsætningen stiger. Arbejdskapitalen går fra DKK 115 mio. i 2022 til DKK 531 mio. i 2023 og derfra til DKK 905 mio. i 2024. Der er ved budgetteringen ligeledes taget udgangspunkt i Pandoras historiske tal, både den reformuleret balance samt bilag 10, som viser udviklingen i forhold til omsætningen. Det skal særligt bemærkes, at bindingen i varebeholdninger i forhold til omsætningen er stigende jf. bilag 10, hvilket skyldes en stigende omsætning der har behov for, at varerne er klar ved et salg.

Det forventes at Pandora vil blive bedre til at få likviditet hjem fra sine debitorer, hvilket ses i et faldende tilgodehavende for salg i forhold til omsætningen. Leverandørgælden vil være faldende i forhold til omsætningen, som skyldes forventningen af at leverandørerne er gået tilbage til de gamle kredittider på trods

¹²⁰ Årsrapporten 2019, side 12

af et forbedret Pandora. Derudover forventes det at Pandora vil få styr på sine andre kortfristede driftsforpligtelser, som forventes at være langsomt faldende i forhold til omsætningen. Der forventes en vækstrate på 0,09% i terminalperioden.

På baggrund af ovenstående kan det konstateres at udviklingen i AOH forventes at falde i 2019 med 0,19 gange fra 1,74 gange til 1,55 gange i 2020. Herefter forventes AOH at være stigende fra 1,55 i 2020 til 1,62 i 2023 og uændret i 2024.

6.7 Frie Cash Flow

Ovenstående proforma opgørelser vil danne grundlag for beregningen af FCF. Det frie Cash flow udtrykker de fremtidige pengestrømme for Pandora. Idet en reformulering af balancen samt resultatopgørelsen er foretaget, er der ikke behov for en egentlig pengestrømsopgørelse for at kunne beregne det frie Cash flow¹²¹. FCF kan nemt beregnes ud fra følgende formel:

$$FCF = DO - \Delta NDA^{122}$$

FCF beregnes ved at fratrække den estimeret samlet driftsoverskud fra ændringen af de estimeret netto driftsaktiver.

Beregning af FCF	Budgetperiode					Terminalperiode
DKK mio.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samlet driftsoverskud ('C)	2157	2959	3740	4688	5316	5495
Ændring i netto driftsaktiver (I)	-248	135	452	823	756	196
FCF	2.405	2.824	3.288	3.865	4.560	5.299

Tabel 14: Beregning af FCF – Egen tilvirkning

Det ses at FCF er forholdsvis stigende i løbet af budgetperioden og forventes at være DKK mio. 2.405 i 2020, DKK 4.560 mio. i 2024 og DKK 5.299 mio. i terminalperioden. Efter at FCF er beregnet, kan virksomhedens værdi beregnes¹²³

¹²¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 257

¹²² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 258

¹²³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 33

6.8 Delkonklusion

Med udgangspunkt i budgetteringen af de forskellige vækstrater, udarbejdet proforma opgørelser samt den budgetteret FCF kan det konkluderes, at Pandora vil opleve et endnu faldende år i 2020, hvorefter den langsomt vil rette sig op i 2021 og være positivt stigende resten af budgetperioden indtil 2024, hvor et lille fald vil blive set.

Der forventes en negativ omsætningsvækst på -2,5% i 2020, som Pandora ligeledes forventer.

Omsætningsvæksten forventes at være uændret i 2021, hvor det forventes at Pandora vil rette op på den negative udvikling ved hjælp af implementeringen af den nye strategiplan samt en forbedret udvikling af produktkategorierne. Derefter forventes det at væksten vil stige i 2022 og 2023, hvor et lille fald forventes at blive set i 2024. Terminalperioden er sat til en vækstrate på 2,0%.

Det forventes at vareforbruget vil holde sig under omsætningen, hvad angår stigningen/faldet i procentpoint, hvilket skyldes initiativerne omkring omkostningsreduktion. Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger forventes at være stigende i 2020, grundet forrige periodes investeringer i PANDORA-ejede conceptbutikker samt faldende i 2021. De vil herefter stige i løbet af perioden i takt med at investeringer i flere butikker genoptages. Administrationsomkostningerne forventes at følge udviklingen i omsætningen.

EBIT og samlet OG forventes at følge udviklingen i de bagvedliggende tal ved at være faldende, og ellers stigende i resten af budgetperioden med et EBIT på 30,5% og samlet OG på 21,3% i 2024.

Kigger vi på anlægskapitalen i forhold til omsætningen, vil denne i 2020 stige med 0,5% procentpoint i forhold til 2019, og forventes at være uændret i 2021, hvilket skyldes flere investeringer. Anlægskapitalen forventes at falde hen over budgetperioden på grund af færre investeringer i leasingaktiver.

Arbejdskapitalen forventes at være på et positivt og stabilt niveau i 2020 og 2021, som viser at størstedelen af bindingen ligger i leverandørgæld, hvilket er positivt for Pandoras likviditet. Arbejdskapitalen vil herefter stige markant og følge udviklingen i omsætningen.

Det kan konstateres at AOH forventes at falde med 0,19 gange fra 2019 til 2020, hvorefter AOH langsomt forventes at stige henover budgetperioden fra 1,55 i 2020 til 1,62 i 2024.

FCF forventes at være stigende i hele budgetperioden og går fra at være DKK 2.405 mio. i 2020 til at være DKK 5316 mio. i 2024 og DKK 5.299 mio. i terminalperioden.

7 Værdiansættelse

Værdiansættelsen er den afsluttende fase i afhandlingen. På baggrund af ovenstående analyser samt informationer, vil en værdiansættelse af Pandora blive foretaget ud fra DCF-modellen. Afsnittet har til formål at vurdere, hvorvidt den børsnoterede aktiekurs på 279,10 d. 31. december 2019 er over- eller underestimeret. Der vil efterfølgende blive foretaget en følsomhedsanalyse, da der kan være en vis usikkerhed forbundet med de primære parametre i værdiansættelsen. Slutteligt vil den Cash flow baseret model blive stres testet ved at sammenligne Pandoras multiple udregnet på baggrund af egen værdiansættelse med branchens peers multiple. Herefter vil en værdiansættelse af Pandora blive foretaget ved hjælp af multiple analyse, for at kunne sammenholde de opgjorte værdier af to forskellige værdiansættelsesmodeller.

7.1 DCF-modellen

Det er i afhandlingen tidligere nævnt at DCF-modellen vil blive anvendt til værdiansættelsen af Pandora. DCF-modellen er valgt, da denne er mest anerkendt og anvendt blandt værdiansættere i forhold til de forskellige værdiansættelsesmodeller der findes. Som tidligere nævnt, betragtes værdiskabelsen fra finansieringsaktiviteten for ikke eksisterende i DCF-modellen og værdien alene skabes ud fra driftsaktiviteten. Det kan opfattes at værdiansættelsen efter DCF-modellen baseres på skøn af værdiskabelsen fra driftsaktiviteten. Værdiansættelse efter DCF-modellen kræver et større kendskab til virksomheden, for at kunne give analytikeren et mere præcist billede¹²⁴. DCF-modellen skal hjælpe med at tilbagediskontere Pandoras forventede fremtidige frie pengestrømme.

7.2 Kapitalomkostninger (WACC)

Værdiansættelsen af Pandora kan ikke gennemføres før WACC, som er forkortelsen for Weighted Average Cost of Capital, er beregnet. WACC spiller en væsentlig rolle, da det er diskonteringsrenten, som de fremtidige Cash flow skal tilbagediskonteres med. De samlede vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for både ejernes og långivernes afkastkrav. Når det er sagt består WACC af flere forskellige elementer, hvori disse tilsammen skaber grundlaget for det endelige WACC. Disse elementer kan ses i formelen for WACC, og vil blive beregnet i nedenstående afsnit.

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^E} x r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V^{EV}} x r_g$$

hvor

wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

¹²⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 36

V_0^{EV}	= markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{FF}$)
r_e	= ejernes afkastkrav
r_g	= lånerente efter skat ¹²⁵

7.2.1 Estimering af ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav svarer til det afkast, som ejerne kræver for at investere i en Pandora aktie. Ejernes afkastkrav afhænger af, hvad ejerne kan få ved en alternativ investering, som består af samme risiko. Desuden forventer ejerne en såkaldt risikopræmie forbundet med den risiko, de løber ved at foretage en investering i Pandora. Til estimeringen af ejernes afkastkrav anvendes CAPM, forkortelsen for Capital Asset Pricing Model. Formlen for CAPM er som følger:

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

hvor

r_e	= ejernes afkastkrav
r_f	= risikofri rente
β	= beta (systematisk risiko)
$E(r_m)$	= forventet afkast ved investering i markedsporteføljen
$[E(r_m) - r_f]$	= markedets risikopræmie ¹²⁶

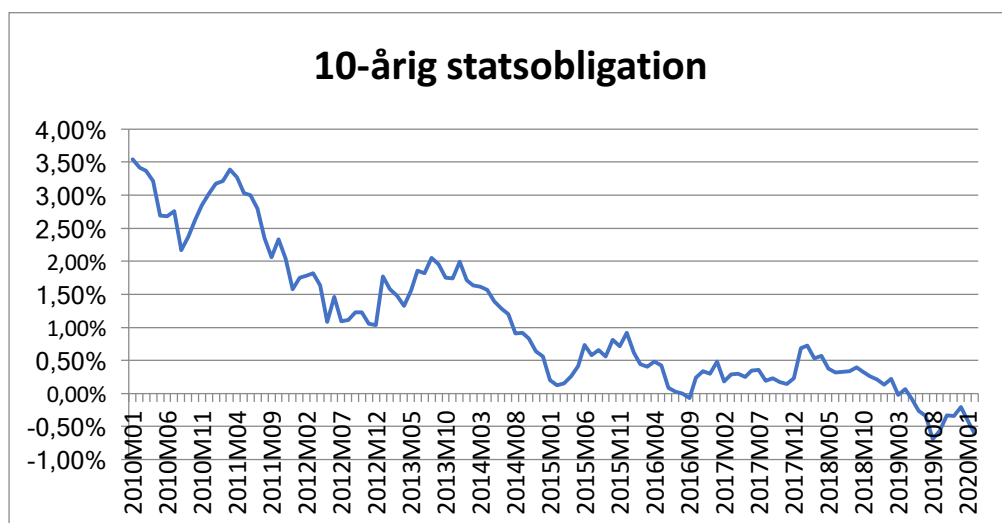
7.2.1.1 Risikofrie rente

Den risikofrie rente svarer til en rente, som en investor ville forvente fra en decideret risikofri investering. Beregningen af den risikofrie rente vil tage udgangspunkt i en dansk 10-årig statsobligation, da renten på dette lån betegnes for at være risikofrit og anses for at være en sikker investering.

Figur 7 illustrerer den historiske udvikling for den effektive rente på den 10-årig statsobligation fra perioden 2010 til februar 2020. Det kan ses, at renten har været forholdsvis svingende, og dertil meget faldende på det seneste til en effektiv rente på -0,40% i januar og 0,60% i februar 2020.

¹²⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 42

¹²⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 39



Figur 7: effektive rente på 10-årig statsobligation – kilde: Egen tilvirkning/data fra statistikbanken

Renteniveauet har som sagt været på et meget lavt niveau. På grund af usikkerheden, forbundet med en stigning i den kommende periode, vil der i afhandlingen tages udgangspunkt i en gennemsnitlig effektiv rente, som vil være med til at give et mere præcist billede af den risikofrie rente.

På baggrund af ovenstående er den risikofrie rente estimeret til 1,09%.

7.2.1.2 Beta

Beta er et udtryk for den systematiske risiko, også kaldet markedsrisiko. Den fortæller noget om, hvor risikofyldt en investering er, sammenlignet med risikoen på markedet. Tolkningen af beta kan ses i figur 8.

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

Figur 8: Tolkning af beta – kilde: Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 40

Et beta lig med 0 svarer til en absolut risikofri investering. Hvis Beta er under 1, er dette et udtryk for, at aktien i mindre grad er følsom overfor markedsudsving, dog er afkastpotentialet ligeledes lavere. Derimod er afkastpotentialet højere ved et beta over 1, men det betyder også, at aktien er mere følsom overfor

markedsudsving, hvilket betyder, at investeringen er forbundet med en større risiko end markedsporteføljen, som figur 8 viser.

Beta kan beregnes ved hjælp af regression, grundet opgavens begrænset omfang beregnes beta ikke. Der vil i stedet tages udgangspunkt i et offentliggjort beregnet beta for Pandora. Beta-værdien fremgår i en rapport udgivet af Reuters, hvor den er estimeret til 1,13¹²⁷. Sammenholdes den offentliggjorte beta-værdi for Pandora med tolkningen af beta i figur 8, kan det konstateres at en investering i Pandora aktier er mere risikofyldt end markedsporteføljen.

7.2.1.3 Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er et tillæg, som forventes fra investorerne, da der investeres i aktier fremfor risikofrie aktiver herunder statsobligationer¹²⁸. Der findes flere forskellige måder at få estimeret MRP. Til trods for opgavens begrænsede omfang er det besluttet at tage udgangspunkt i henholdsvis undersøgelsen, som er udarbejdet af PWC samt andre troværdige kilder, som har fastsat MRP. Dette findes relevant da fastsættelsen af MRP ifølge PWC er tilbage fra 2015. PWC har ikke foretaget en senere undersøgelse, derfor vil et kig på up to date kilder, som har fastsat MRP, give et mere retvisende billede.

PWC foretog en undersøgelse i 2016 omkring udviklingen i MRP, og det viste at anvendelsen af MRP lå i intervallet mellem 4,5% til 8,0%, hvor 65% af respondenterne anvendte en MRP mellem 5,0% og 6,0%. Den gennemsnitlige MRP er fastsat til 5,6%¹²⁹.

Ifølge en rapport fra Forsyningstilsynet er MRP for 2020 skønnet til 6,0% på baggrund af følgende undersøgelser: Carnegie Investment Bank; PWC; Dimson, March and Staunton og Fernandez et. al. (2019), som alle vurderes at være pålidelige kilder¹³⁰.

Aswath Damodaran, som er en professor samt lærer indenfor corporate finance and valuation på Stern School of Business at New York University, har foretaget en undersøgelse for flere lande, hvor han har estimeret MRP til at være 6,01% for Danmark¹³¹.

¹²⁷ Reuters, Pandora (PNDORA.CO)

¹²⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 39

¹²⁹ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf> Februar 2016

¹³⁰ <https://forsyningstilsynet.dk/media/7460/bilag-2-parametre-i-wacc-modellen-for-2020-oktober-2019.pdf> September 2019

¹³¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html?fbclid=IwAR1ntd_OqTQqLrIwxpuLeV5XGLliWQ_XGG9x5F737eUD1aUKm04eqsLPzi4 April 2020

Statista har estimeret en gennemsnitlig MRP på 6,1% for 2020¹³².

Det vurderes ud fra ovenstående analyser, at den gennemsnitlige MRP i 2020 er blevet estimeret til en højere sats end PWC's fastsættelse i 2015. Når det er sagt, fastsættes den gennemsnitlige MRP med udgangspunkt i ovenstående til at være 6%.

7.2.1.4 Estimering af ejernes afkastkrav

De ukendte variable er nu identificeret, og udregningen af ejernes afkastkrav kan nu foretages:

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

$$7,87\% = 1,09\% + (1,13 * 6\%)$$

Ejernes afkastkrav er estimeret til 7,87%.

7.2.2 Långivernes afkastkrav

Efter at Ejernes afkastkrav er estimeret, som er første del i WACC-formlen, vil långivernes afkastkrav blive estimeret for derefter at, kunne beregne WACC.

Långivernes afkastkrav estimeres ud fra følgende formel:

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

hvor

r_g = lånerente

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t_s = selskabsskatteprocent¹³³

7.2.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er den samme som estimeret under ejernes afkastkrav til 1,09%.

¹³² <https://www.statista.com/statistics/664822/average-market-risk-premium-denmark-europe/?fbclid=IwAR3tWRYwIEFReHjMEc3mc8GULo5urrl4HcTbr-dN66cCEQk2sJQRg2utY0A> April 2020

¹³³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 43

7.2.2.2 Selskabsspecifikt risikotillæg

Selskabsspecifikt risikotillæg er et tillæg, som långiver tillægger for at kompensere for den risiko, de har ved at udstede lånet. Ved anvendelsen af et selskabsspecifikt risikotillæg er det vigtigt at se på risikoen ved at investere i en virksomhed sammenlignet med markedsrisikoen. Ifølge SKATs hjemmeside, vedr. det selskabsspecifikke risikotillæg, skal man tage højde for, hvorvidt den enkelte virksomhed betegnes som mere risikofyldt at investere i, i forhold til de virksomheder, der indgår i fastsættelsen af beta-værdien¹³⁴. Det kan konstateres på baggrund af afsnittet Beta, at en investering i Pandora er risikofyldt set i forhold til markedsporteføljen, og af den grund skal fastsættelsen af r_s være over markedsrisikoen, som er 6% jf. afsnittet markedsrisikopræmie. Dog kan det konstateres, at Pandora ikke er meget risikofyldt sammenlignet med markedsporteføljen, og derfor fastsættes r_s til at være 6,5%.

Det skal pointeres, at der er flere metoder at komme frem til r_s . Det kan blandt andet gøres ved at iagttage kreditvurderinger mv., samt se på Pandoras seneste låntagning for at få et skøn over størrelsen af r_s ¹³⁵.

7.2.2.3 Selskabsskatteprocent

Selskabsskatteprocenten fastsættes til 22%, som er skatteprocenten i Danmark¹³⁶.

7.2.2.4 Estimering af långivernes afkastkrav

De ukendte variable er nu fastsat, og udregningen af ejernes afkastkrav kan nu foretages:

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

$$5,92\% = (1,09\% + 6,50\%) (1 - 22\%)$$

Långivernes afkastkrav er estimeret til 5,92%

En anden måde at fastsætte lånerenten på er ved at kigge på Pandoras finansielle forhold:

Det kan ses, at Pandoras finansielle forpligtelser er på DKK 10.146 mio. i 2019 jf. tabel 1.

De finansielle omkostninger er på DKK 351 mio. i 2019 jf. tabel 3.

Lånerenten kan fastsættes til 3,46%.

¹³⁴ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813223>

¹³⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 43

¹³⁶ Årsrapport 2019, side 72

7.2.3 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen udtrykker forholdet mellem virksomhedens egenkapital og dens fremmedkapital. For at kunne fastsætte kapitalstrukturen for Pandora, skal vi anvende markedsværdien for henholdsvis egenkapitalen samt fremmedkapitalen. Markedsværdierne kendes dog ikke da beregningen af disse er formålet med værdiansættelsen. En måde hvorpå man kan afdække dette, er ved at udarbejde et skøn over kapitalstrukturen ved at benytte re-balanceringen til at skønne en langsigtet kapitalstruktur¹³⁷.

Markedsværdien af egenkapitalen kan beregnes ved at gange antal udstående aktier med aktiekursen. Markedsværdien af fremmedkapitalen kendes ikke og kan ikke opgøres, hvilket medfører at den bogførte værdi vil blive anvendt som approksimation til beregningen¹³⁸.

For at få markedsværdien af egenkapitalen skal der tillægges en MVA på EUR 22.661 mio.¹³⁹ til Pandoras bogførte egenkapital. Dette medfører nedenstående fordeling i figur 9:



Antal udstående aktier pr. 31. december 2019	100.000.000 ¹⁴⁰
Aktiekurs pr. 31. december 2019	279,1 ¹⁴¹
MV af egenkapital (DKK)	27.910.000.000
MV af egenkapital (Mio)	27.910
MVA	22.661

Figur 9: Markedsværdien af egenkapitalen – kilde: Egen tilvirkning samt Børsen

Aktiver		Passiver	
Bogført aktivmasse	21.569	Bogført egenkapital	5249
MVA	22.661	MVA	22.661
		Markedsværdi af egenkapital	27.910
		Gæld	16.320
Markedsværdi aktiver	44.230	Markedsværdi af passiver	44.230

Figur 10: Fordeling af markedsværdi mellem aktiver og passiver – kilde: Egen tilvirkning

¹³⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 43

¹³⁸ Finance for executives – Managing for value creation, Hawawini & Viallet, 5. Udgave side 427-

¹³⁹ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/market-value-added-mva/>

(Markedsværdi af egenkapital – Bogført egenkapital)

¹⁴⁰ Børsen, Pandora

¹⁴¹ Børsen, Pandora

Med udgangspunkt i ovenstående beregninger kan kapitalstrukturen for Pandora fastlægges.

Kapitalstrukturen er som følger: markedsværdien af egenkapitalen udgør $3.744 \frac{27.910}{44.230} = 63,10\%$, hvor den approksimerede markedsværdi af fremmedkapitalen udgør $\frac{16.320}{44.230} = 36,90\%$

7.2.4 Beregning af WACC

Når alle elementer i WACC-formlen er udregnet, kan beregningen af WACC foretages:

$$7,15\% = \left(\frac{27910}{44230} * 7,87\%\right) + \left(\frac{16320}{44230} * 5,92\%\right)$$

$$WACC = 7,15\%$$

7.3 Værdiansættelse efter DCF-modellen

I dette afsnit vil værdien af Pandora A/S opgøres efter DCF-modellen. På baggrund af tidligere afsnit, estimerede værdier, budgetteringen og WACC kan værdien af Pandoras aktie beregnes ved brug af førnævnte værdiansættelsesmodel.

Formlen til beregningen af egenkapitalværdien er følgende:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T x \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NFF_0^{142}$$

hvor

V_0^E = Egenkapitalværdien

FCF_t = Frie Cash flow

$wacc$ = Virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger

t = Terminalværdien

g = Konstant vækstrate

Ved anvendelse af diskonteringsfaktoren tilbagediskonteres budgetperioden og terminalperioden til nutidsværdi. Tilsammen udgør de virksomhedens værdi. Herefter beregnes egenkapitalværdien ved at

¹⁴² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen, 5. Udgave side 34

fratrække virksomhedens værdi fra NNF. Når vi kender egenkapitalværdien, kan en Pandora aktie beregnes ved at dividere med antal udestående aktier.

Med udgangspunkt i ovenstående er en værdiansættelse efter DCF-modellen foretaget for Pandora A/S, og kan ses i nedenstående tabel 15.

Værdiansættelse af Pandora A/S - DCF-modellen						
DKK mio.	Budgetperiode					Terminalperiode
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsoverskud, efter skat i alt (DO)	2.157	2.959	3.740	4.688	5.316	5.495
Netto driftsaktiver (NDA)	13.616	13.751	14.203	15.026	15.782	15.978
FCF = DO - ΔNDA	2.405	2.824	3.288	3.865	4.560	5.299
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51
PV FCF	2.245	2.460	2.673	2.932	3.229	3.502
SUM PV FCF t.o.m. 2024	17.040					104.949
Terminalværdi						
PV TV	69.345					
Virksomhedens værdi	86.384					
NFF	8.615					
Egenkapitalværdien	77.769					
Antal udestående aktier (mio.)	100					
Værdi per aktie	777,7					
WACC	7,15%					
g	2,00%					

Tabel 15: Værdiansættelse af Pandora A/S – kilde: Egen tilvirkning

Det kan ses i ovenstående tabel, at virksomhedsværdien er på DKK 86.384 mio. Egenkapitalværdien for Pandora A/S udgør DKK 77.769 mio. og de udestående aktier 100.000.000, hvilket medfører en beregnet aktie pr. 31. december 2019 på 777,7 kr.

Den børsnoterede aktie udgør 279,1 kr. pr. 31. december 2019.

Det kan konstateres, at den beregnet værdi ud fra DCF-modellen er højere end den børsnoterede aktie med en forskel på 64,1%, hvilket betyder, at den børsnoterede aktiekurs er underestimeret. Dog skal der tages højde for, at der kan være en del ukendte variable grundet manglende insider information, og en større del af

værdiansættelsen er baseret på antagelser om fremtiden, hvilket kan indebære en del risici. Dette kan være årsagen til den markante forskel når den beregnet værdi sammenholdes med den børsnoterede aktiekurs.

8 Følsomhedsanalyse

Som nævnt tidligere vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse i forbindelse med værdiansættelsen af Pandora efter DCF-modellen. Dette fordi der kan være en del usikkerhed forbundet med udarbejdelsen af en værdiansættelse samt opgørelse af en aktiekurs. Relevansen i at udarbejde en følsomhedsanalyse er, at få afdækket de elementer, der har en effekt på den beregnet aktieværdi. Der vil blive foretaget en følsomhedsanalyse af to variable, WACC og den konstante vækstrate g, da disse indebære skøn og forecaste og er derfor forbundet med stor usikkerhed.

Nedenstående tabel viser den effekt, de førnævnte variable har, ved en ændring i disse på den estimeret aktiekurs.

		Ændring i vækst (g)						
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
Ændring i WACC	4,15%	1246,9	1435,0	1694,0	2073,6	2683,1	3822,6	6715,3
	5,15%	944,3	1051,1	1187,2	1366,5	1613,4	1975,2	2556,3
	6,15%	749,3	816,9	899,0	1000,9	1130,7	1301,7	1537,2
	7,15%	613,5	659,3	713,3	777,7	856,1	953,4	1077,2
	8,15%	513,5	546,3	583,9	627,7	679,2	740,8	815,6
	9,15%	437,0	461,3	488,7	520,0	555,9	597,8	647,0
	10,15%	376,6	395,1	415,8	439,0	465,2	495,0	529,4

Tabel 16: Følsomhedsanalyse WACC og vækstrate (g) – kilde: Egen tilvirkning

Aktiekursen der er blevet beregnet i værdiansættelsen med udgangspunkt i en WACC på 7,15% og en vækstrate (g) på 2,00%, er markeret med blå og udgør 777,7 kr.

På baggrund af tabel 16 kan det konstateres, at en ændring i WACC og vækstraten (g) har en betydelig indflydelse på aktieværdien. En ændring i WACC fra 7,15% til 10,15%, hvori g forbliver den samme på 2,00%, vil medføre en aktieværdi på 439, hvilket svarer til en forskel på 43,55%. Dette var blot en lille ændring i WACC med tre procentpoint, som forårsager fald i aktieværdien med næsten det dobbelte.

Hvis WACC derimod ændres fra 7,15% til 4,15%, hvori g forbliver den samme på 2,00%, vil dette betyde en aktieværdi på 2073,6, hvilket svarer til en stigning med næsten det tre dobbelte i forhold til den beregnet aktiekurs på 777,7.

Hvorimod hvis vi tager udgangspunkt i en ændret g fra 2,00% til 3,50%, og WACC forbliver den samme på 7,15%, vil aktieværdien gå fra 777,7 til 1077,2, hvilket svarer til en forskel på 38,51%. Ændres g i stedet til 0,50%, og WACC forbliver den samme på 7,15%, vil aktieværdien falde til 613,5 i forhold til den beregnede aktiekurs på 777,7. Det kan hermed konstateres, at en ændring i WACC vil have en større effekt på aktieværdien end en ændring i g .

En ændring i WACC med 2 procentpoint til 5,15% og en lille ændring i g med 0,50% til 2,50% vil medføre til en aktieværdi på 1613,4. Denne forholdsvise lille ændring i de nævnte variable har ændret aktieværdien med over det halve. For at ramme den børsnoterede aktiekurs på 279,1 skal WACC stige og g falde.

8.1 Delkonklusion

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at værdiansættelsen og den beregnede aktieværdi ud fra DCF-modellen er forbundet med stor usikkerhed. Det er derfor vigtigt at være omhyggelig med fastsættelsen af salgsvækstraten under budgetteringen og estimeringen af de underliggende drivere i WACC, da de som vist under følsomhedsanalysen har en stor indvirkning på den endelige værdiansættelse.

9 Værdiansættelse - Multiple analyse

Efter at have opgjort Pandoras værdi efter DCF-modellen, som hører under en fundamentalanalyse, vil det være relevant, at stres teste denne ved brug af en relativ analysemodel herunder multiple analyse. Modellen er valgt, da den sammen med DCF-modellen er populær blandt analytikere. Desuden kræver modellen ikke den helt store informationsindsamling, af den grund er en værdiansættelse efter multiple ikke så kompleks, og kan hurtigt udføres¹⁴³. Dog skal det nævnes, at modellen også kan være kompliceret og tidskrævende¹⁴⁴. De væsentlige faktorer som afgør dette, antages at ligge i den kompleksitet, der er ved sammenligningen af virksomhederne, da det kan kræve en større dybdegående analyse for at få et bedre profil match. Når det er sagt, vil en dybdegående analyse af de udvalgte virksomheder og tilhørende regnskaber med henblik på sammenligning ikke blive foretaget, hvilket kan have en effekt på resultatet af analysen.

Multiples af peers sammenlignes ved at der udvælges sammenlignelige virksomheder, også kaldet peers til Pandora. Ved hjælp af kilden marketscreener er de nødvendige oplysninger indhentet til brug for EBIT multiple og fastsættelsen af EV/EBIT for de pågældende virksomheder, hvilket ses i nedenstående tabel 17¹⁴⁵.

¹⁴³ Financial statement analysis – valuation – Credit analysis, af Petersen, Plenborg, Kinserdal 2017, side 317

¹⁴⁴ Financial statement analysis – valuation – Credit analysis, af Petersen, Plenborg, Kinserdal 2017, side 317

¹⁴⁵ Financial statement analysis – valuation – Credit analysis, af Petersen, Plenborg, Kinserdal 2017, side 318

Multiple analyse	Earning	P/E ratio	EV	EBIT	EV/EBIT
Chow Tai Fook	2.901	19	54.829	4.686	11,70
Tiffany & Co	541	30	16.284	733	22,22
Signet Jewelers	73	17	1.263	318	3,97
Richemont	933	30	28.363	1.518	18,68
Luk Fook	866	11	9.180	1.156	7,94
Pandora			86.384	5.252	16,45
Gennemsnit					12,90
Median					11,70
Gns. EV*EBIT - Pandora			67771		

Tabel 17: Multiple analyse (EBIT multiple) – kilde: Egen tilvirkning

Det kan ses i tabellen, at Tiffany & Co besidder den højeste multiple med 22,22, og Signet Jewelers ejer den laveste multiple på 3,97. Ovenstående føre til et gennemsnit på 12,90 og en median på 11,70 for branchens peers. For at stress teste den Cash flow baseret model sammenholdes Pandoras multipel på 16,45, som er udregnet på baggrund af egen værdiansættelse med branchens peers, den relative værdiansættelses median på 11,70. Dette viser, at Pandora i gennemsnit er approksimativ 25% mere værd end dens peers. Her kan der være to årsager. Enten er forudsætningerne, som DCF-modellen bygger på for optimistiske, hvilket betyder, at Pandora er overvurderet. Eller besidder Pandora bedre udsigter end dens peers og handles derfor til et højere EV/EBIT-multiple. Dette er dog svært at sige på grund af den manglende detaljeret analyse af de sammenlignelige virksomheder. Men ser man overordnet på det, kan det ikke nægtes, at sidstnævnte kan være tilfældet.

For at understøtte ovenstående foretages en værdiansættelse af Pandora på baggrund af den gennemsnitlige EV/EBIT-multiple på 12,90. Dette giver os en EV på DKK 67.771 mio. Hvis vi holder denne op mod Pandoras EV fra værdiansættelsen efter DCF-modellen på DKK 86.384 mio., er der ikke den helt store forskel. Det kan derfor konstateres, at resultatet fra DCF-modellen ikke er helt skævt, og at Pandoras udsigter stemmer overens med gennemsnittet.

10 Konklusion

Formålet med udarbejdelsen af denne afhandling har været at værdiansætte Pandora A/S pr. 31. december 2019. Værdiansættelsen af Pandora A/S er opnået, og problemformuleringen er ligeledes besvaret ved at opdele værdiansættelsen i to hovedafsnit, den strategiske afsnit, som afsluttes med en SWOT-analyse og et regnskabs-/finansieringsafsnit, som afsluttes med budgetteringen og selve værdiansættelsen.

Det kan ud fra SWOT-analysen konkluderes, at Pandoras strategiske forhold berøres af flere faktorer, som kan have en indflydelse på dens fremtidige udvikling. De forhold som har en indflydelse på Pandoras performance, kan opdeles i interne- og eksterne forhold. De interne forhold består af styrker og svagheder. Pandoras styrker er blandt andet, at den ejer en stærk værdikæde. Pandora skaber værdi for kunden gennem værdikæden, og har desuden formået at skabe konkurrencemæssige fordele. Pandoras styrker er ligeledes, at den besidder et velkendt brand og en velfungerende forsyningskæde og distributionsnetværk, hvor dens svagheder er, at omkring 50% af omsætningen stammer fra en produktkategori, som er faldende. Pandoras eksterne forhold opdeles i muligheder og trusler. Pandora har flere forskellige muligheder, som denne kan drage nytte af blandt andet onlinemarkedet, som er i stigende vækst, samt mindre grad af kulturelle forskelligheder og ensartet forbruger behov fra nyere generationer. Pandora kan på samme måde blive mødt af trusler. De trusler som kan have en stor effekt på deres fremtidige indtjening, er en spredning af Coronaviruset, kommende lavkonjunktur samt Brexit.

Det kan konstateres, at rivaliseringen i smykkebranchen er ekstrem hård for både eksisterende udbydere og nye indtrængere. Adgangsbarriere for større aktører er høje, derfor er det svært for disse at vokse sig store og konkurrere med Pandora, som vurderes at være en af de store spillere på det internationale marked og markedsleder på det nationale marked.

Yderligere blev en analyse af Pandoras produktgrupper foretaget. Det kan konkluderes, at produktgruppen charms befinder sig langt inde i modningsfasen. Armbånd besidder en god vækstplacering sammen med ringe, som befinder sig i starten af vækstfasen. Disse vil være med til at erstatte den fortabte indtjening fra produktkategorien charms. Halskæder og vedhæng er godt på vej ind i vækstfasen, hvorimod øreringe halter lidt.

I Regnskabsanalysen kan det konkluderes, at Pandoras udvikling de seneste fem år har overordnet set været på et forholdsvis tilfredsstillende niveau. Dog har udviklingen på det seneste bevæget sig lidt den modsatte retning og især i 2019, hvilket hovedsageligt skyldes en stagnerende omsætning. Dette arbejder virksomheden på at få rettet op ved hjælp af deres nye strategiske plan – Programme Now.

I rentabilitetsanalysen er der udvalgt væsentlige nøgletal til brug for analysen af Pandoras historiske udvikling. Nøgletallene har udviklet sig positivt fra 2015 til 2016. De er herefter faldet langsomt fra 2016 til 2017. Udviklingen i nøgletallene er fortsat langsomt faldende i 2017 til 2018, hvorefter de har oplevet et drastisk fald fra 2018 til 2019. ROE og ROIC er faldet med omtrent 20 procentpoint fra 2018 til 2019. Som nævnt tidligere skyldes faldet i nøgletallene en stagnerende omsætning, men også forhøjet

driftsomkostninger grundet investeringer i flere konceptbutikker samt restruktureringsomkostningerne forbundet med implementeringen af den nye strategi.

På baggrund af analyserne er der udarbejdet et femårigt budget for Pandora. Det forventes at Pandora vil opleve et fald i 2020. Derimod vil 2021 være året, hvor Pandora langsomt retter sig op fra en negativ udvikling til en positiv udvikling. Den positive udvikling forventes at fortsætte ind til 2024, hvor et minimalt fald vil blive set.

Ved at estimere WACC er en værdiansættelse af Pandora pr. 31.12.2019 foretaget ud fra DCF-modellen, hvor en Pandora aktie er blevet beregnet til at være 777,7. Sammenholdes den beregnede aktieværdi med den børsnoterede aktieværdi pr. 31. december 2019 på 279,1 kan det konkluderes, at den børsnoterede aktie er underestimeret. Dog skal det nævnes, at der er en del usikkerheder forbundet med værdiansættelsen, derfor er der udarbejdet en følsomhedsanalyse. På baggrund af følsomhedsanalysen kan det konkluderes, at den beregnede aktieværdi er følsom overfor ændringer i WACC og g.

En værdiansættelse ud fra EBIT-multiple blev foretaget med henblik på, at stress teste den Cash flow baseret model samt sammenligning af Pandora med dens peers. Det kan konkluderes heraf, at Pandora handles til et højere EV/EBIT-multiple sammenlignet med branchens peers. Desuden kan det konstateres, ved at sammenholde den opgjorte EV fra DCF-modellen på DKK 86.384 mio. med den beregnede EV ud fra den gennemsnitlige EV/EBIT-multiple på DKK 67.771 mio., at resultatet fra DCF-modellen er realistisk, og at Pandoras udsigter svare til gennemsnittet i branchen.

11 Litteraturliste

11.1 Bøger

Petersen, Plenborg, Kinserdal, *"Financial statement analysis – valuation – Credit analysis – Performance Evaluation"*, fagbokforlaget 2017

Sørensen, Ole *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, 5. udgave, forlag: Gjellerup, 2017

Hawawini, Gabriel & Claude Viallet *"Finance for executives – Managing for value creation"*, 5. Udgave, forlag: Cengage Learning EMEA, 2019

Regnskabsanalyse for beslutningstagere, forlaget Thomson 1. udgave af Thomas Plenborg 2005

Andersen, Finn Rolighed & Jensen, Bjarne Warming m.fl., *"International markedsføring"* 5. Udgave, forlag: Trojka, 2015

Sørensen, Ole *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, 4. udgave, forlag: Gjellerup/Gads forlag, 2012 (e-bog)

Schack, Bent, *"Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse"*, 4. Udgave, forlag: Jurist- og Økonomforbundet, 2009

11.2 Hjemmesider

www.pandora.dk

www.pandoragroup.com

www.borsen.dk

www.finans.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.berlingske.dk

www.euroinvestor.com

www.kompetencekanalen.dk

www.tavex.dk

www.tiffany.com

www.spinningjewelry.com

www.fm.dk

www.betabox.dk

www.wikidepia.dk

www.skat.dk

www.dr.dk

www.reuters.com

11.3 Internet links/online artikler

Børsen, af Lasse Funder Andersen - *"Pandora banker ind på børsen"*

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/pandora-banker-ind-paa-boersen>

Besøgt d. 13. februar 2020

Betabox: Porters Five Forces

<http://betabox.dk/2016/08/04/porters-five-forces/>

Besøgt d. 28. februar 2020

Wikipedia: Bostonmatricen

<https://da.wikipedia.org/wiki/Bostonmatricen>

Besøgt d. 28 februar 2020

Skat: *"3.4 Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis"*

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813206>

Besøgt d. 30. februar 2020

Surveymonkey: *"Kvantitativ forskning sammenlignet med kvalitativ forskning"*

<https://da.surveymonkey.com/mp/quantitative-vs-qualitative-research>

Besøgt d. 30. februar 2020

Pandora: The Pandora story

<https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

Besøgt d. 31. februar 2020-07-28

Børsen, af Thomas Hvelpund Askjær – *"Pandora ser ind i svært 2020 - forventer fald i det organiske salg på 3-6 pct."*

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pandora-ser-ind-i-svaert-2020-forventer-fald-i-det-organiske-salg-paa-3-6-pct>

Besøgt d. 6 marts. 2020

Børsen, af Pernille Mohr Nielsen – *"Sket i ugen: En bølge af årsregnskaber"*

<https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/generelt/sket-i-ugen-en-boelge-af-aarsregnskaber?fbclid=IwAR3bPthsiepmRJrrckJQShWcEs-dbj-QP97ou5owct3w3v2jvWkuAwoDLc>

Besøgt d. 13. februar 2020

Berlingske, af Lasse Friis: *"Danske virksomheder gode til at klare sig i ustabilt Thailand"*

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-virksomheder-gode-til-at-klare-sig-i-ustabilt-thailand>

Besøgt d. 13. februar 2020

Ritzau Finans: *"Pandora: Fabrik skal stå for 25-30 pct. af produktionen"*

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-fabrik-skal-staa-for-25-30-pct.-af-produktionen>

Besøgt d. 10. marts 2020

Ritzau Finans: *"Pandora får otte års skattefritagelse i Thailand"*

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/pandora-faar-otte-aars-skattefritagelse-i-thailand>

Besøgt d. 13. februar 2020

DR, af Per Bang Thomsen – Bruxelles og Ole Ryborg: *"Briterne har sagt farvel til EU: Det kommer det til at betyde for dig"*

<https://www.dr.dk/nyheder/udland/briterne-har-sagt-farvel-til-eu-det-kommer-det-til-betyde-dig>

Besøgt d. 13. februar 2020

Skat: *"Hvad betyder Brexit for din virksomhed?"*

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=2285604>

Besøgt d. 13. februar 2020

Finansministeriet: *"Fortsat vækst i dansk økonomi"*

<https://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2019/12/fortsat-vaekst-i-dansk-oekonomi>

Besøgt d. 22. marts 2020

Børsen, af Thomas Hvelplund Askjær og Mathias Rose: *"Amerikansk storbank om turnaround i Pandora: Der er lang vej igen"*

[https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-pandora-der-er-lang-vej-](https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-pandora-der-er-lang-vej-igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVpose)

[igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVpose](https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-pandora-der-er-lang-vej-igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVpose)

Besøgt d. 26. marts

Tavex, offentliggjort af Peter Kyhn: *"Guld slår endnu en prisrekord" – Guld priser, historik.*

<https://tavex.dk/guld-slaar-endnu-en-prisrekord/>

Besøgt d. 26. marts 2020

Børsen, af Thomas Hvelplund Askjær og Mathias Rose: *"Amerikansk storbank om turnaround i Pandora: Der er lang vej igen"*

[https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-](https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/virksomheder/amerikansk-storbank-om-turnaround-i-pandora-der-er-lang-vej-igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVpose)

pandora-der-er-lang-vej-igen?fbclid=IwAR0M6W559oc9_wU6y6HY3g27LFa6TMMkfwvJH5ICkhUglEGF3FYT_IVpose

Besøgt d. 26. marts 2020

Tavex, offentliggjort af Peter Kyhn: Sølvpriser, historik.

<https://tavex.dk/guld-slaar-endnu-en-prisrekord/>

Besøgt d. 26. marts 2020

Undersøgelse foretaget, Mindshare: *"Hvordan står det til med den teknologiske revolution i detailhandlen?"*

<https://blogmindshare.dk/pej-gruppen/hvordan-staar-det-til-med-den-teknologiske-revolution-i-detailhandlen/>

Besøgt d. 01. april 2020

Itwatch, af Maria Broe Trustrup Hansen: *"Pandora opretter ny digital enhed"*

<https://itwatch.dk/ITNyt/Strategi/article11881846.ece>

Besøgt d. 10. april 2020

Ritzau Finans: *"Pandora sagsøges af private investorer"*

<https://finans.dk/artikel/ECE6901220/Pandora-sags%C3%B8ges-af-private-investorer/?ctxref=ext>

Besøgt d. 12 april 2020

Skat: *"4.1.2.5. Selskabsspecifikt risikotillæg"*

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813223>

Besøgt d. 05. juli 2020

Markedsværdi af egenkapital. MVA tillægges, af Corporate Finance Institute: *"What is Market Value Added?"*

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/market-value-added-mva/>

Besøgt d. 11. juli 2020

11.4 Rapporter/publikationer

Plenborg, T., & Gruelund, J. (2002). *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder eller virksomhedsandele*. Karnov Group. FSRs faglige notater

Undersøgelse af MRP. PWC: "*Prisfastsættelse på aktiemarkedet*"

<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Besøgt d. 04. juli 2020

Fastsat MRP. Forsyningstilsynet: "*Parametre i wacc-modellen for 2020*"

<https://forsyningstilsynet.dk/media/7460/bilag-2-parametre-i-wacc-modellen-for-2020-oktober-2019.pdf>

Besøgt d. 04. juli 2020

Fastsat MRP for Danmark. Aswath Damodaran: "*Country Default Spreads and Risk Premiums*"

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html?fbclid=IwAR1ntd_OqTQqLrIwxpuLeV5XGLliWQ_XGG9x5F737eUD1aUKm04eqsLPzi4

Besøgt d. 05. juli 2020

Fastsat MRP for Danmark. Statista: "*Average market risk premium (MRP) in Denmark from 2011 to 2020*"

<https://www.statista.com/statistics/664822/average-market-risk-premium-denmark-europe/?fbclid=IwAR3tWRywlEFReHjMEc3mc8GULo5urrl4HcTbr-dN66cCEQk2sJQRg2utY0A>

Besøgt d. 05. juli 2020

11.5 Årsrapporter

Pandora A/S – Årsrapport 2014

Pandora A/S – Årsrapport 2015

Pandora A/S – Årsrapport 2016

Pandora A/S – Årsrapport 2017

Pandora A/S – Årsrapport 2018

Pandora A/S – Årsrapport 2019

12 Bilag

12.1 Bilagsoversigt

Bilag 1: Tavex – Diagram over guldprisen

Bilag 2: Tavex – Diagram over sølvprisen

Bilag 3: Boston Consulting Group modellen (BCG matrix)

Bilag 4: Porters værdikæde

Bilag 5: Sammendragne reformuleret balance

Bilag 6: Proforma opgørelse - resultatopgørelse

Bilag 7: Proforma opgørelse - balance

Bilag 8: Beregning af FCF

Bilag 9: Margin ift. omsætning - resultatopgørelse

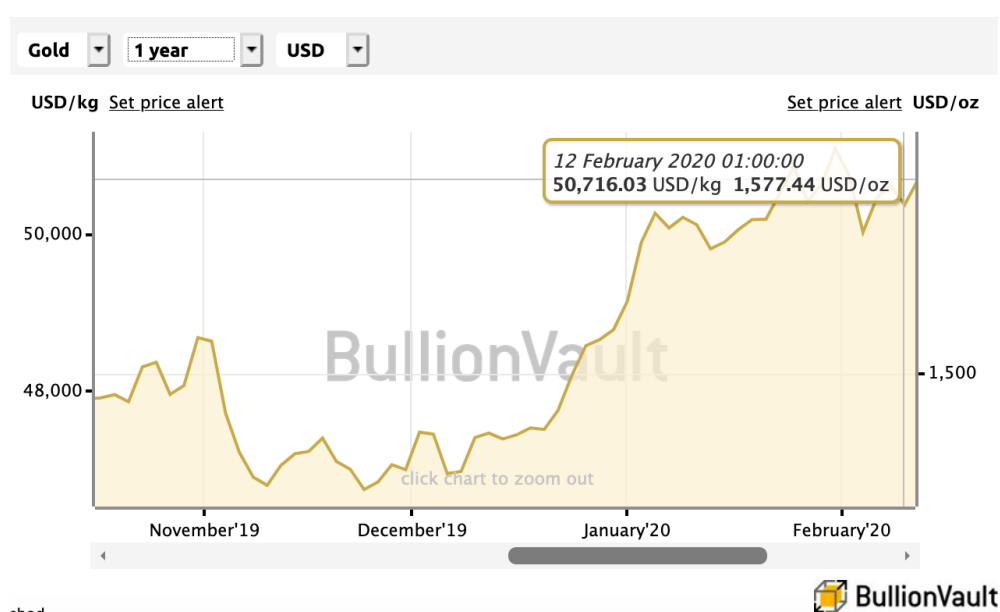
Bilag 10: Margin ift. omsætning - balance

Bilag 11: Estimering af ejernes- og långivernes afkastkrav

Bilag 12: Følsomhedsanalyse - aktieberegning ved ændring af WACC og g

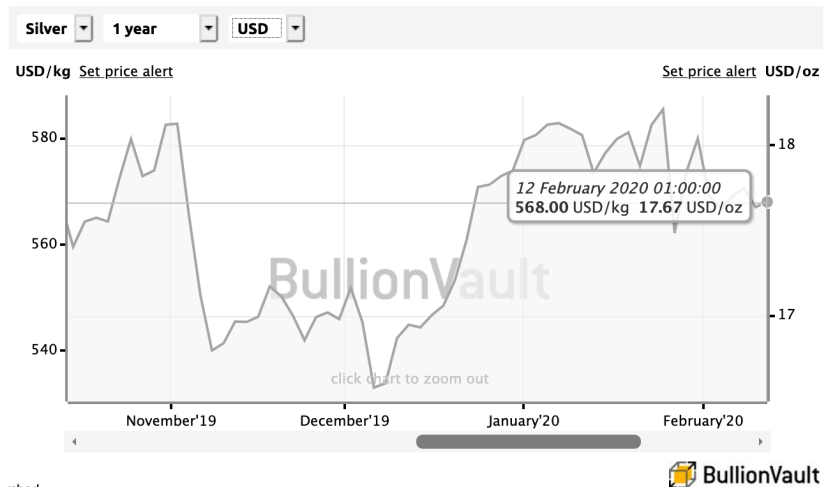
Bilag 13: Dansk 10-årig statsobligation

12.1.1 Bilag 1: Tavex – Diagram over guldprisen



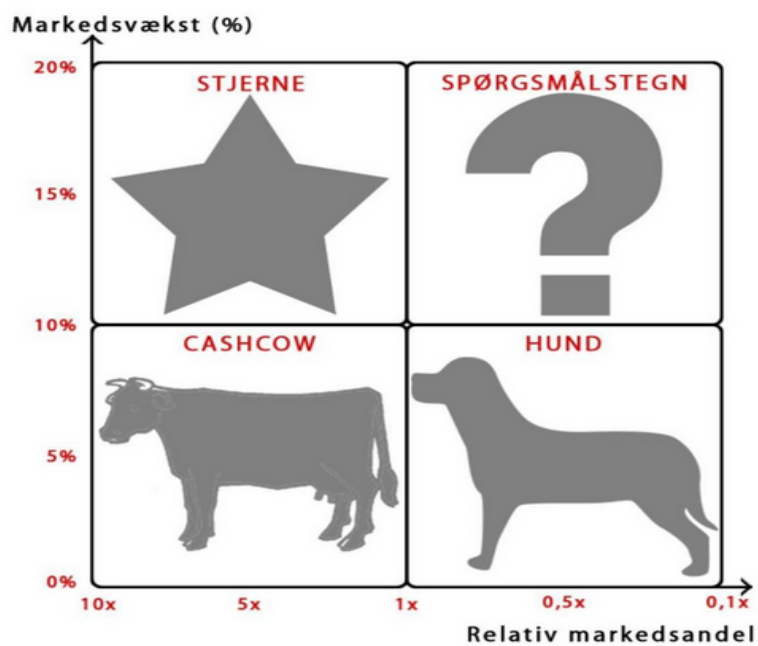
Kilde: <https://www.aedelmetaller.dk/guld/guldpriser/> 12. februar 2020

12.1.2 Bilag 2: Tavex – Diagram over sølvprisen



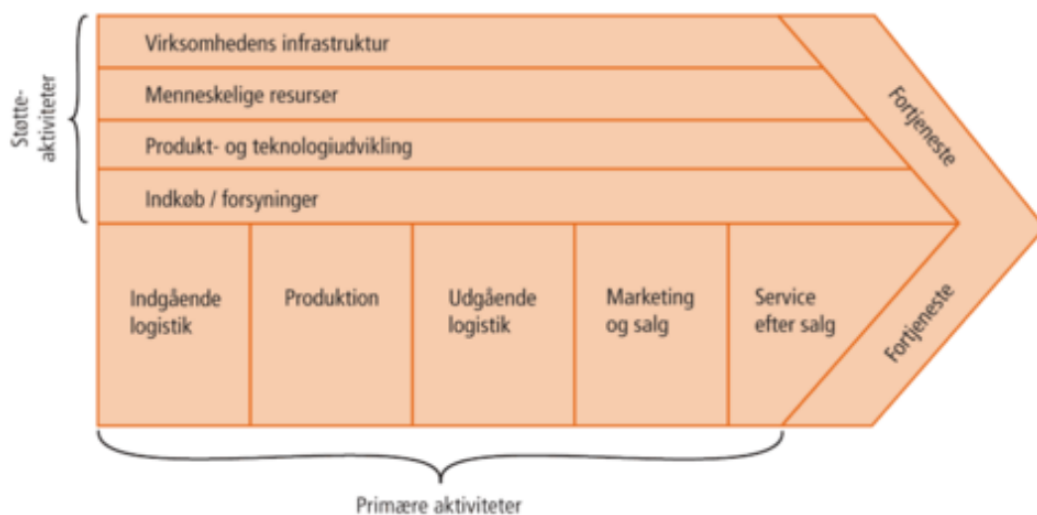
Kilde: <https://www.aedelmetaller.dk/guld/guldpriser/> 12. februar 2020

12.1.3 Bilag 3: Boston Consulting Group modellen (BCG matrix)



Kilde: www.Betabox.dk

12.1.4 Bilag 4: Porters værdikæde



Kilde: <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3400>

12.1.5 Bilag 5: Sammendragne reformuleret balance

Pandora - Rentabilitetsanalyse					
DKK mio.	2015	2016	2017	2018	2019
Sammendragne reformuleret balance:					
Gennemsnitlige egenkapital	6585,5	6466,5	6654	6466,5	5834
Gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser	328,5	1833,5	3057	4517,5	6747,5
Gennemsnitlige netto driftsaktiver	6914	8300	9711	10984	12581,5
Gennemsnitlige immaterielle aktiver	5154	5607,5	6382,5	7388,5	7611
Gennemsnitlige materielle aktiver	974	1502	2045,5	2479	2609,5
Gennemsnitlige netto andre langfristede aktiver	27,5	99	-94,5	-55	2.155
Gennemsnitlige varebeholdninger	2020,5	2543	2729	2943,5	2647,5
Gennemsnitlige tilgodehavender fra salg	1235	1516,5	1813,5	1802	1646,5
Gennemsnitlige andre kortfristede driftsaktiver	686	906	999,5	1102,5	1323
Gennemsnitlige Leverandørgæld	1066,5	1475,5	1658,5	1974	2674
Gennemsnitlige andre kortfristede driftsforpligtelser	2116,5	2398,5	2506	2702,5	2736,5

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.6 Bilag 6: Proforma opgørelse - resultatopgørelse

Resultatopgørelse	Budgetperiode	Terminalperiode
-------------------	---------------	-----------------

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætning	11.942	16.737	20.281	22.781	22.806	21.868	21321	21321	22174	23615	24914	25413
Vareforbrug	-3.470	-4.533	-5.047	-5.799	-5.825	-4.898	-4825	-4800	-4968	-5242	-5478	-5560
Bruttoresultat	8.472	12.204	15.234	16.982	16.981	16.970	16497	16521	17206	18374	19437	19853
Salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger	-3.008	-4.581	-5.723	-6.911	-8.016	-8.603	-8732	-8339	-8464	-8718	-9153	-9337
Administrationsomkostninger	-1.170	-1.610	-1.904	-1.999	-2.138	-2.020	-2009	-2009	-2019	-2050	-2111	-2143
Driftsoverskud fra salg før afskrivninger	4.294	6.013	7.607	8.072	6.827	6.348	5.756	6.173	6.723	7.606	8.172	8.373
Afskrivninger	-222	-199	-203	-288	-396	-496	-503	-514	-529	-547	-569	-581
Driftsoverskud fra salg (før skat)	4.072	5.814	7.404	7.784	6.431	5.852	5.252	5.659	6.194	7.059	7.603	7.793
Skat af driftsoverskud fra salg	823	1.781	1.571	1.925	1.504	1.330	1156	1245	1363	1553	1673	1714
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	3.249	4.033	5.833	5.859	4.927	4.523	4.097	4.414	4.831	5.506	5.930	6.078
Andet driftsoverskud (før skat)	442	139	257	-446	195	-1.913	-2487	-1865	-1399	-1049	-787	-748
Skat af andet driftsoverskud	-20	-36	22	-41	30	-421	-547	-410	-308	-231	-173	-164
Andet driftsoverskud (efter skat)	462	175	235	-405	165	-1.292	-1940	-1455	-1091	-818	-614	-583
Usædvanlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Samlet driftsoverskud	3.711	4.208	6.068	5.454	5.092	3.230	2.157	2.959	3.740	4.688	5.316	5.495
EBIT	34,1%	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%	26,8%	24,6%	26,5%	27,9%	29,9%	30,5%	
Samlet OG	31,1%	25,1%	29,9%	23,9%	22,3%	14,8%	10,1%	13,9%	16,9%	19,9%	21,3%	

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.7 Bilag 7: Proforma opgørelse – balance

Balance							Budgetperiode					Terminalperiode
DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immaterielle aktiver i alt	4.859	5.449	5.766	6.999	7.778	7.444	7258	7330	7514	7889	8244	8335
Materielle aktiver	711	1237	1767	2324	2634	2585	2520	2546	2609	2740	2863	2880
Netto andre langfristede aktiver	-84	139	59	-248	138	4171	4171	4067	3965	3866	3769	3777
Anlægskapital	5.486	6.825	7.592	9.075	10.550	14.200	13.949	13.943	14.088	14.495	14.877	14.992
Varebeholdninger	1684	2357	2729	2729	3158	2137	2084	2188	2407	2695	2935	3026
Tilgodehavender fra salg	1110	1360	1673	1954	1650	1643	1635	1659	1709	1777	1854	1876
Andre kortfristede driftsaktiver	456	916	896	1103	1102	1544	1552	1559	1575	1599	1623	1631
Leverandørgæld	-804	-1.329	1.622	-1.695	-2.253	-3.095	-3064	-3033	-2973	-2898	-2811	-2826
Andre kortfristede driftsforpligtelser	-1951	-2282	-2515	-2497	-2908	-2565	-2539	-2565	-2603	-2642	-2695	-2722
Arbejdskapital	495	1022	1161	1594	749	-336	-333	-192	115	531	905	986
Netto driftsaktiver	5.981	7.847	8.753	10.669	11.299	13.864	13616	13751	14203	15026	15782	15978
AOH	2,42	2,44	2,35	2,08	1,74		1,55	1,56	1,59	1,62	1,62	

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.8 Bilag 8: Beregning af FCF

Beregning af FCF	Budgetperiode	Terminalperiode
------------------	---------------	-----------------

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samlet driftsoverskud ('C)	3.711	4.208	6.068	5.454	5.092	3.230	2157	2959	3740	4688	5316	5495
Ændring i netto driftsaktiver (I)		1.866	906	1.916	630	2.565	-248	135	452	823	756	196
FCF		2.342	5.162	3.538	4.462	665	2.405	2.824	3.288	3.865	4.560	5.299

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.9 Bilag 9: Margin ift. omsætning - resultatopgørelse

Procent % - Resultatopgørelse												
Omsætning		40,2%	21,2%	12,3%	0,1%	-4,1%	-2,5%	0,0%	4,0%	6,5%	5,5%	
Vareforbrug	29,1%	27,1%	24,9%	25,5%	25,5%	22,4%	22,6%	22,5%	22,4%	22,2%	22,0%	
Bruttoresultat	70,9%	72,9%	75,1%	74,5%	74,5%	77,6%	77,4%	77,5%	77,6%	77,8%	78,0%	
Salgs-, distributions- og markedsføringsomk.	25,2%	27,4%	28,2%	30,3%	35,1%	39,3%	41,0%	39,1%	38,2%	36,9%	36,7%	
Administrationsomkostninger	9,8%	9,6%	9,4%	8,8%	9,4%	9,2%	9,4%	9,4%	9,1%	8,7%	8,5%	
Driftsoverskud før afskrivninger	36,0%	35,9%	37,5%	35,4%	29,9%	29,0%	27,0%	29,0%	30,3%	32,2%	32,8%	
Afskrivninger	1,9%	1,2%	1,0%	1,3%	1,7%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	
Driftsoverskud før skat	34,1%	34,7%	36,5%	34,2%	28,2%	26,8%	24,6%	26,5%	27,9%	29,9%	30,5%	
Skat af driftsoverskud	6,9%	10,6%	7,7%	8,4%	6,6%	6,1%	5,4%	5,8%	6,1%	6,6%	6,7%	
Driftsoverskud efter skat	27,2%	24,1%	28,8%	25,7%	21,6%	20,7%	19,2%	20,7%	21,8%	23,3%	23,8%	
Andet driftsoverskud før skat	3,7%	0,8%	1,3%	2,0%	0,9%	8,7%	11,7%	8,7%	6,3%	4,4%	3,2%	
Skat af andet driftsoverskud	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	1,9%	2,6%	1,9%	1,4%	1,0%	0,7%	
Andet driftsoverskud efter skat	3,9%	1,0%	1,2%	1,8%	0,7%	5,9%	9,1%	6,8%	4,9%	3,5%	2,5%	
Usædvanlige poster	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Samlet driftsoverskud	31,1%	25,1%	29,9%	23,9%	22,3%	14,8%	10,1%	13,9%	16,9%	19,9%	21,3%	

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.10 Bilag 10: Margin ift. omsætning - balance

Procent % - Balance												
Immaterielle aktiver i alt	40,7%	32,6%	28,4%	30,7%	34,1%	34,0%	34,0%	34,4%	33,9%	33,4%	33,1%	
Materielle aktiver	6,0%	7,4%	8,7%	10,2%	11,5%	11,8%	11,8%	11,9%	11,8%	11,6%	11,5%	
Netto andre langfristede aktiver	0,7%	0,8%	0,3%	1,1%	0,6%	19,1%	19,6%	19,1%	17,9%	16,4%	15,1%	
Anlægskapital	45,9%	40,8%	37,4%	39,8%	46,3%	64,9%	65,4%	65,4%	63,5%	61,4%	59,7%	
Varebeholdninger	14,1%	14,1%	13,5%	12,0%	13,8%	9,8%	9,8%	10,3%	10,9%	11,4%	11,8%	
Tilgodehavender fra salg	9,3%	8,1%	8,2%	8,6%	7,2%	7,5%	7,7%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	
Andre kortfristede driftsaktiver	3,8%	5,5%	4,4%	4,8%	4,8%	7,1%	7,3%	7,3%	7,1%	6,8%	6,5%	
Leverandørgæld	6,7%	7,9%	8,0%	7,4%	9,9%	14,2%	14,4%	14,2%	13,4%	12,3%	11,3%	

Andre kortfristede driftsforpligtelser	16,3%	13,6%	12,4%	11,0%	12,8%	11,7%	11,9%	12,0%	11,7%	11,2%	10,8%
Arbejdskapital	4,1%	6,1%	5,7%	7,0%	3,3%	1,5%	1,6%	0,9%	0,5%	2,2%	3,6%
Netto driftsaktiver	50,1%	46,9%	43,2%	46,8%	49,5%	63,4%	63,9%	64,5%	64,1%	63,6%	63,3%

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.11 Bilag 11: Estimering af ejernes- og långivernes afkastkrav

Estimering af ejernes afkastkrav	
Risikofri rente	1,09%
Beta	1,13
Markedsrisikopræmie	6,00%
Ejernes afkastkrav	7,87%

Estimering af långivernes afkastkrav	
Risikofri rente	1,09%
Selskabsspecifikt risikotillæg	6,50%
Selskabsskatteprocent	22%
Långivernes afkastkrav	5,92%

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.12 Bilag 12: Følsomhedsanalyse - aktieberegning ved ændring af WACC og g

Værdiansættelse af Pandora A/S - DCF-modellen						
	Budgetperiode					Terminalperiode
DKK mio.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsoverskud, efter skat i alt (DO)	2.157	2.959	3.740	4.688	5.316	5.495
Netto driftsaktiver (NDA)	13.616	13.751	14.203	15.026	15.782	15.978
FCF = DO - ΔNDA	2.405	2.824	3.288	3.865	4.560	5.299
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51
PV FCF	2.245	2.460	2.673	2.932	3.229	3.502
SUM PV FCF t.o.m. 2024	17.040					
Terminalværdi						104.961
PV TV	69.355					
Virksomhedens værdi	86.394					
NFF	8.615					
Egenkapitalværdien	77.779					
Antal udestående aktier (mio.)	100					
Værdi per aktie	777,7					
WACC	7,15%					
g	2,00%					

Antal udestående aktier pr. 31. december 2019	100.000.000
Aktiekurs pr. 31. december 2019	279,1

Kilde: Egen tilvirkning

12.1.13 Bilag 13: Dansk 10-årig statsobligation

Antal	Måneder	Rente	Rente
1	2010M01	0,0354	3,54
2	2010M02	0,0342	3,42
3	2010M03	0,0337	3,37
4	2010M04	0,0321	3,21
5	2010M05	0,0269	2,69
6	2010M06	0,0268	2,68
7	2010M07	0,0276	2,76
8	2010M08	0,0217	2,17
9	2010M09	0,0237	2,37
10	2010M10	0,0263	2,63
11	2010M11	0,0285	2,85
12	2010M12	0,0302	3,02
13	2011M01	0,0317	3,17
14	2011M02	0,0321	3,21
15	2011M03	0,0339	3,39
16	2011M04	0,0327	3,27
17	2011M05	0,0303	3,03
18	2011M06	0,03	3
19	2011M07	0,028	2,8
20	2011M08	0,0235	2,35
21	2011M09	0,0206	2,06
22	2011M10	0,0233	2,33
23	2011M11	0,0204	2,04
24	2011M12	0,0158	1,58
25	2012M01	0,0175	1,75
26	2012M02	0,0178	1,78
27	2012M03	0,0182	1,82
28	2012M04	0,0163	1,63
29	2012M05	0,0108	1,08
30	2012M06	0,0146	1,46

31	2012M07	0,0109	1,09
32	2012M08	0,0111	1,11
33	2012M09	0,0123	1,23
34	2012M10	0,0123	1,23
35	2012M11	0,0105	1,05
36	2012M12	0,0103	1,03
37	2013M01	0,0177	1,77
38	2013M02	0,0158	1,58
39	2013M03	0,0148	1,48
40	2013M04	0,0132	1,32
41	2013M05	0,0156	1,56
42	2013M06	0,0186	1,86
43	2013M07	0,0182	1,82
44	2013M08	0,0205	2,05
45	2013M09	0,0195	1,95
46	2013M10	0,0175	1,75
47	2013M11	0,0174	1,74
48	2013M12	0,0199	1,99
49	2014M01	0,0171	1,71
50	2014M02	0,0163	1,63
51	2014M03	0,0162	1,62
52	2014M04	0,0157	1,57
53	2014M05	0,0139	1,39
54	2014M06	0,0129	1,29
55	2014M07	0,012	1,2
56	2014M08	0,0091	0,91
57	2014M09	0,0092	0,92
58	2014M10	0,0083	0,83
59	2014M11	0,0064	0,64
60	2014M12	0,0056	0,56
61	2015M01	0,002	0,2
62	2015M02	0,0012	0,12
63	2015M03	0,0015	0,15
64	2015M04	0,0026	0,26
65	2015M05	0,0041	0,41
66	2015M06	0,0073	0,73
67	2015M07	0,0058	0,58
68	2015M08	0,0066	0,66
69	2015M09	0,0056	0,56
70	2015M10	0,0081	0,81

71	2015M11	0,0071	0,71
72	2015M12	0,0092	0,92
73	2016M01	0,0062	0,62
74	2016M02	0,0044	0,44
75	2016M03	0,004	0,4
76	2016M04	0,0048	0,48
77	2016M05	0,0042	0,42
78	2016M06	0,0008	0,08
79	2016M07	0,0003	0,03
80	2016M08	0	0
81	2016M09	-0,0007	-0,07
82	2016M10	0,0024	0,24
83	2016M11	0,0034	0,34
84	2016M12	0,003	0,3
85	2017M01	0,0048	0,48
86	2017M02	0,0018	0,18
87	2017M03	0,0029	0,29
88	2017M04	0,003	0,3
89	2017M05	0,0025	0,25
90	2017M06	0,0035	0,35
91	2017M07	0,0036	0,36
92	2017M08	0,0019	0,19
93	2017M09	0,0023	0,23
94	2017M10	0,0017	0,17
95	2017M11	0,0014	0,14
96	2017M12	0,0023	0,23
97	2018M01	0,0069	0,69
98	2018M02	0,0072	0,72
99	2018M03	0,0053	0,53
100	2018M04	0,0057	0,57
101	2018M05	0,0038	0,38
102	2018M06	0,0032	0,32
103	2018M07	0,0033	0,33
104	2018M08	0,0034	0,34
105	2018M09	0,0039	0,39
106	2018M10	0,0033	0,33
107	2018M11	0,0026	0,26
108	2018M12	0,0021	0,21
109	2019M01	0,0013	0,13
110	2019M02	0,0022	0,22

111	2019M03	-0,0002	-0,02
112	2019M04	0,0007	0,07
113	2019M05	-0,0008	-0,08
114	2019M06	-0,0026	-0,26
115	2019M07	-0,0034	-0,34
116	2019M08	-0,0069	-0,69
117	2019M09	-0,0056	-0,56
118	2019M10	-0,0033	-0,33
119	2019M11	-0,0034	-0,34
120	2019M12	-0,0021	-0,21
121	2020M01	-0,004	-0,4
122	2020M02	-0,006	-0,6

Rente i alt	132,56
Gennemsnitlig rente	1,09