

Blanketten udfyldes og uploades på Netprøver.dk af dine vejledere – skriveperiode er 2/4-15/4-24

SOP- HHX



NAVN:*

Nikolaj Mikkil Minor

KLASSE:*

3.1

**Studieretnings-
A-fag:***

Virksomhedsøkonomi A

**2. fag
A, B, C-niveau:***

Finansiering C

OMRÅDE:*

Værdiansættelse

OPGAVEFORMULERING:*

Hvordan er markedsværdien for Pandora A/S og er det samme værdi som den beregnede værdiansættelse ud fra teori?

Redegør kort for Pandora samt for metoder til værdiansættelse af virksomheder. Analyser med udgangspunkt i en af metoderne for Pandora's værdiansættelse. Diskuter årsager til at der forekommer afvigelser mellem markedsværdi og teoretisk værdiansættelse.
(omfang 15-20 sider)

VEJLEDERE:*

1: Jesper Brygger

2: Irene Brink

E-mail: br@rhs.dk

E-mail: ireneb@rhs.dk

**AFLEVERINGS-
DATO:***

Opgaven uploades via Netprøver.dk – deadline er mandag d. 15/4 senest kl. 16.00 – HUSK deadline da Netprøver.dk lukker for aflevering.

OPGAVETITLEN MODTAGET DEN 2/4:

Elevens underskrift (benyttes kun hvis blanketten også udleveres manuelt)

"Jeg bekræfter herved med min underskrift, at opgavebesvarelsen er udarbejdet af mig. Jeg har ikke anvendt tidligere bedømt arbejde uden henvisning hertil, og opgavebesvarelsen er udfærdiget uden anvendelse af uretmæssig hjælp og uden brug af hjælpemidler, der ikke har været tilladt under prøven."

OPGAVEFORMULERING TILGÆNGELIG på Netprøver.dk d. 2/4.

Værdiansættelse af Pandora



Vejleder i virksomhedsøkonomi A: Irene Brink

Vejleder i finansiering C: Jesper Brygger

Udarbejdet af: Nikolaj Mikkel Minor

Studieretning og klasse: Finans, 3.I

Uddannelsessted: Roskilde Handelsskole

Afleveringsfrist: 15. April 2024

Antal anslag: 47.996



Resumé

I opgaven undersøges forholdet mellem markedsværdien af en virksomhed og den beregnede teoretiske værdi, idet disse ofte ikke stemmer overens. Den teoretiske værdi af en virksomhed kan beregnes ved hjælp af en række teoretiske modeller, hvorimod markedsværdien fastsættes af aktionærernes efterspørgsel. I opgaven bliver Pandora værdiansat, for at vurdere, om virksomheden er over- eller undervurderet på aktiemarkedet. Pandora er en dansk smykkeproducent og global forhandler af smykker. Til at vurdere Pandoras værdi anvendes værdiansættelsesmodellen discounted cash flow. Metoden tager udgangspunkt i estimater, som her er lavet på baggrund af virksomhedens egne forventninger og tidligere vækst, som suppleres op af en investeringsbanks analyser. Pandora bliver værdiansat til at have en teoretisk markedsværdi på 109,44 mia. kr. ved en samlet mængde udstedte aktier på 81,6 mio. og en teoretisk værdi pr. aktie på 1.341,06 kr. Hermed ses det på baggrund af værdiansættelsen, at Pandora er undervurderet på aktiemarkedet, da markedsværdien den 15. marts, lød på 93,5 mia. kr. med en aktiekurs på 1.146 kr. Der er en række forskellige årsagerne til at der forekommer en afvigelse mellem markedsværdien og den teoretiske værdi. Værdiansættelsen er blandt andet meget følsom over for små ændringer i dens variabler, samtidig med at den bygger på en række estimater for fremtiden, som har en vis usikkerhedsfaktor. Derudover handler det også om investorernes tiltro til Pandora og om de kan fortsætte med at levere flotte resultater i tider med geopolitiske usikkerheder og svage økonomier. Dog er de fleste analytikere positive på Pandoras fremtid.

Indholdsfortegnelse

1.	Indledning	1
2.	Problemformulering	1
3.	Metode	2
4.	Redegørelse for Pandora samt for metoder til værdiansættelse af virksomheder	4
4.1	Virksomhedskarakteristik af Pandora	4
4.2	Metoder for værdiansættelse	5
4.2.1	Substansværdimetode	5
4.2.2	Relative værdiansættelsesmetode	6
4.2.3	Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmetode	7
4.2.3.1	Free Cash Flow (FCF)	7
4.2.3.2	WACC	8
4.2.3.3	NPV	9
4.3	Delkonklusion	10
5.	Analyse af Pandoras værdiansættelse	11
5.1	Fastsættelse af årlig vækst og estimering af resultatopgørelsen frem til EBIT	11
5.2	Estimering af det fremtidige free cash flow	13
5.3	WACC	15
5.3.1	CAPM & Gældsrente	15
5.3.2	Markedsværdi af egenkapital og gæld	16
5.3.3	WACC-beregning	17
5.3.4	Tilbagediskonteringssatsen	18
5.4	Tilbagediskontering af det fremtidige free cash flow	19
5.4.1	Fastsættelse af årlig vækst i terminalperioden	19
5.4.2	Tilbagediskontering og nutidsværdi	20
5.4.3	Value of equity og teoretisk værdi af Pandora	20
5.5	Følsomhedsanalyse	21
5.5.1	Følsomhedsanalyse af terminalvæksten over for WACC	22
5.5.2	Følsomhedsanalyse af årlig vækst over for WACC	23
5.5.3	Følsomhedsanalyse af EBIT-margin over for WACC	24
5.6	Delkonklusion	25
6.	Diskussion af årsager til at der forekommer afvigelser mellem markedsværdien og den teoretisk værdiansættelse	26
6.1	Troen på Pandora	26
6.2	Kritik af DCF-modellen	28

7. Konklusion.....	30
8. Litteraturliste	1
9. Bilag	9
9.1 Bilag 1 Formel for net working capital.	9
9.2 Bilag 2 Pandoras gennemsnitlige vækstrate de sidste 10 år	9
9.3 Bilag 3 Beregning af Pandoras fremtidige årlige vækst	10
9.4 Bilag 4 Smykkemarkedets forventede vækst frem mod 2028	10
9.5 Bilag 5 Pandoras gennemsnitlige EBIT-margin sidste 6 år	10
9.6 Bilag 6 Jyske Banks forventninger til Pandoras EBIT-margin	11
9.7 Bilag 7 Driftsomkostningernes gennemsnitlige størrelse sidste 6 år	11
9.8 Bilag 8 Prognose for resultatopgørelse frem til EBIT	11
9.9 Bilag 9 Andel af omsætningen for balancen	12
9.10 Bilag 10 Beta værdi for Pandora fra forskellige hjemmesider.....	12
9.11 Bilag 11 CAPM-beregning	13
9.12 Bilag 12 Pandora gældsrente	13
9.13 Bilag 13 Pandora aktiekurs.....	14
9.14 Bilag 14 Markedsværdi af egenkapital.....	14
9.15 Bilag 15 Nettorentebærende gæld Pandora	14
9.16 Bilag 16 BNP-vækst i verden de sidste 30 år	15
9.17 Bilag 17 Terminal værdien.....	15
9.18 Bilag 18 Farvekodningsskema	16
9.19 Bilag 19 Danske Bank DCF af Pandora	16
9.20 Bilag 20 Regnskabsrelaterede nøgletal for Pandora 2023	17
9.21 Bilag 21 Børsrelaterede nøgletal for Pandora 2023 / 2024.....	17
9.22 Bilag 22 Kommentar til bilag 20 & 21	18
9.23 Bilag 23 Analytiker anbefalinger for Pandora	19

1. Indledning

Værdiansættelse af virksomheder, bliver hyppigt brugt indenfor finansverdenen. Dette gælder både ved salg og opkøb af virksomheder, såvel som ved børsnoteringer og investeringer generelt. Typisk foretages sådanne analyser af store investeringsbanker eller kapitalfonde, men kan til tider også benyttes af helt almindelige investorer.

Værdiansættelser benyttes oftest som et værktøj for en investor, til at kunne vurdere om et selskabs markedsværdi er rigtigt fastsat, i forhold til dens beregnede teoretiske værdi. Dette er vigtigt at vide, da en akties markedsværdi ikke altid afspejler dens reelle værdi. Årsagerne til dette kan være mange, men kan blandt andet skyldes psykologiske forhold som tiltroen til en virksomhed eller modellens benyttede estimater.

Rapporten vil tage udgangspunkt i Pandora, da aktien har oplevet en kursstigning på 200% de sidste 2 år. Det er derfor interessant at analysere, om virksomheden nu er værdiansat korrekt. Der vil i denne opgave derfor blive redegjort for den danske virksomhed Pandora, samt de forskellige værdiansættelsesmetoder der findes. Dernæst vil den valgte værdiansættelsesmetode, blive benyttet til at værdiansætte Pandora. Til sidst vil der blive diskuteret, hvorfor der forekommer en afvigelse mellem markedsværdien og den teoretiske værdiansættelse for Pandora.

2. Problemformulering

Hvordan er markedsværdien for Pandora A/S og er det samme værdi som den beregnede værdiansættelse ud fra teori?

1. Redegør kort for Pandora samt for metoder til værdiansættelse af virksomheder.
2. Analyser med udgangspunkt i en af metoderne for Pandora's værdiansættelse.
3. Diskuter årsager til at der forekommer afvigelser mellem markedsværdi og teoretisk værdiansættelse.

3. Metode

Denne opgave handler hovedsageligt om at værdiansætte Pandora, og sammenligne den teoretiske værdi af aktien, med markedsværdien. Da en værdiansættelse primært involverer bearbejdelse og behandling af tal, er opgaven primært udarbejdet på baggrund af den kvantitative metode. Opgaven er opbygget efter de taksonomiske niveauer, hvor der startes på det redegørende niveau og afsluttes på det diskuterende niveau.

På det multi-strukturelle niveau er der redegjort for både Pandora og metoder til værdiansættelse. Her er der indsamlet empiri fra både primære og sekundære kilder, for at danne den nødvendige viden om Pandora såvel som værdiansættelsesmetoderne. Til at redegøre for Pandora er der blevet anvendt primære kilder, såsom deres årsrapport og egen hjemmeside. Derudover er der også blevet anvendt sekundære kilder, i form af Berlingske, Euro Investor og Finans. Der har dog været fokus på at være kildekritisk og sørge for at udtalelserne har været sande. Til at redegøre for de forskellige værdiansættelsesmetoder, er der blevet anvendt en række forskellige hjemmesider i form af både danske og engelske. Derudover er der også gjort brug af bogen "Værdiansættelse af virksomheder og aktier 2. udgave" som blev udgivet i 2017 af Per Vestergaard Andersen. Denne vurderes til at være troværdig, da den må anses for at være objektiv og relativ ny. For at afgrænse opgaven, er der i redegørelsen kun gjort rede for 3 forskellige værdiansættelsesmetoder, selvom der også findes en række andre. Der er her redegjort for substansværdimetoder, relative værdiansættelsesmetoder og kapitalværdibaserede metoder.

På det relationelle niveau bliver der foretaget en værdiansættelse af Pandora, ud fra den kapitalværdibaserede metode, discounted cash flow. Værdiansættelsen bygger på estimater over en 6-årige periode. Opgaven er afgrænset til udelukkende at omfatte en DCF-model på trods af, at de nødvendige estimater normalt kræver en omfattende strategi- og brancheanalyse, samt andre elementer af en due diligence-proces. Estimaterne er i stedet fastsat på baggrund af gennemsnitsberegninger på andele af omsætning samt forventninger fra Jyske Bank.

På det udvidede abstrakte niveau er der diskuteret hvad årsagerne kan være, til at der forekommer en afvigelse mellem markedsværdien og den beregnede teoretiske værdi af aktien. Her bliver der benyttet både kvalitative data i form af analytikerforventninger samt kvantitative data i form af blandt andet nøgletalsberegninger. Denne blanding bruges for at se årsagerne i et bredere perspektiv.

En svaghed ved opgaven er, at DCF-modellen er utrolig følsom over for små ændringer i variablerne, samt at nogle af estimaterne er meget subjektive og svære at fastsætte. Desuden ville opgaven normalt kræve en langt mere dybdegående analyse, som ikke var mulig. Dog er en styrke ved opgaven, at DCF-modellen er den mest avancerede og mest anerkendte værdiansættelses metode, der er redegjort for. Derudover styrkes opgaven også af brugen af både kvalitative og kvantitative data, bl.a. ved at sammenligne med diverse storbankers estimater.

4. Redegørelse for Pandora samt for metoder til værdiansættelse af virksomheder

4.1 Virksomhedskarakteristik af Pandora

Pandora er en dansk smykkevirksomhed og verdens største smykkeproducent, og børsnoteret på Nasdaq Copenhagen. Pandora blev grundlagt tilbage i 1982, af ægteparret Per og Winnie Enevold. Pandora begyndte som en engrosvirksomhed, der importerede smykker fra Thailand og solgte dem videre til butikker i Danmark. Den store efterspørgsel, medførte at Per og Winnie i 1987 ansatte deres egen designer, og nu fokuserede på at designe deres egne smykker.¹ I dag producerer og designer Pandora selv deres smykker, som forhandles i over 100 forskellige lande, igennem mere end 6.700 forhandlere inkl. 2.600 egne butikker. Pandora har i dag mere end 33.000 ansatte verden over.²

Pandora blev børsnoteret i 2010, efter den danske kapitalfond Axcel, købte 60% af virksomheden for et milliardbeløb.³ Virksomheden er i dag en af de største i Danmark, målt på både omsætning og markedsværdi.⁴ I 2023 omsatte Pandora for mere end 28 mia. kroner og Pandora aktien handles i dag til kurs 1.146 kr.⁵

Pandoras vision er at give en stemme til folks kærlighed. Dette gør de blandt andet gennem deres Phoenix strategi hvor de ønsker at styrke deres brand, design, personalisering og kernemarkeder. Dette er de fire grundpæjle i deres nye strategi, som de lancerede i 2021. Pandoras mål er blandt andet at fordoble deres omsætning i USA og tredoble den i Kina, samt øge kendskabet til brandet blandt den yngre generation. Hvilket blandt andet gøres gennem øget fokus på influencer marketing og brugen af sociale medier.⁶ Strategien blev lanceret kort efter Pandoras nye CEO, Alexander Lacik, trådte til i

¹ Kristensen, M. (2018, 13. marts). Gavmild milliardær tjener styrtende på aktieoptur. Finans.

<https://finans.dk/erhverv/ECE10512935/gavmild-milliardaer-tjener-styrtende-paa-aktieoptur/>

² The Pandora story. (s.d.). Pandora. <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

³ Pandora aktier. (s.d.). Lær om aktier. <https://xn--lromaktier-d6a.dk/danske-aktier/pandora-aktier/>

⁴ Friss, L. & Manzano, N. (2023, 29. september). Her er Danmarks 1.000 største virksomheder. Berlingske.

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/se-listen-her-er-danmarks-1000-stoerste-virksomheder-0>

⁵ Pandora. (s.d.). Euroinvestor. <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/pandora/733> (15/4/24)

⁶ Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

2019. Alexander Lacik medbragte en enorm erfaring indenfor markedsføring og branding, fra sin tid hos bl.a. Procter & Gamble, Reckitt og Britax, som også afspejles i deres Phoenix strategi.⁷

CSR spiller også en stor rolle hos Pandora, hvor de blandt andet har besluttet sig for kun at sælge laboratorieskabte diamanter⁸, som er mere klimavenlige. Derudover, har de også fokus på at nedbringe deres CO2 udledning med 50% i 2030. Dette gøres blandt andet ved kun at indkøbe genbrugs sølv og guld.⁹

4.2 Metoder for værdiansættelse

Når man skal værdiansætte en virksomhed, findes der en række forskellige metoder at gøre dette på. Generelt findes der dog tre overordnede metoder. Disse tre metoder er substansværdimetoder, relative værdiansættelsesmetoder og kapitalværdibaserede værdiansættelsesmetoder.¹⁰

Metoderne bygger på en række forskellige faktorer, og det er derfor vigtigt at tage stilling til hver af metodernes styrker og svagheder, når en værdiansættelse foretages.

4.2.1 Substansværdimethode

Ved værdiansættelse efter substansværdimetoden benyttes handelsværdien, fremfor den bogførte værdi af aktiverne.¹¹ Det vil sige, at man finder frem til hvad virksomhedens aktiver er værd, hvis de skulle sælges på den pågældende dato. Når substansværdimetoden anvendes, vurderes værdien af hvert enkelt aktiv, hvorefter

⁷ Bergman, P. (2019, 15. Februar). Dansk gigant i problemer: Hyrer ny chef. Avisen. https://www.avisen.dk/dansk-gigant-i-problemer-hyrer-ny-chef_538417.aspx

⁸ Prakash, T. (2023, 7. oktober). Dansk smykkegigant satser, men menneskeskabte diamanter mødes med skepsis. DR. <https://www.dr.dk/nyheder/penge/dansk-smykkegigant-satser-men-menneskeskabte-diamanter-moedes-med-skepsis>

⁹ Pandora Lab-Grown Diamonds. (s.d.). Pandora. <https://pandoragroup.com/products/jewellery-materials/pandora-lab-grown-diamonds>

¹⁰ 3.4 Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206>

¹¹ Andersen, P. (2017). Værdiansættelse af virksomheder og aktier (2. udg.). Jurist- og økonomiforbundets forlag.

værdien af dertilhørende forpligtelser fratrækkes.¹² Herunder hører også forpligtelser der ikke fremgår af balancen.¹³ Disse forpligtelser kaldes også for eventualforpligtelser og fremgår ikke af balancen grundet dens eksistens først kan bekræftes af en eller flere usikre fremtidige begivenheder, som ikke allerede er indregnet i regnskabet.¹⁴ Et eksempel på dette, kunne være en retssag mod en virksomhed, hvor resultatet af denne stadig er ukendt.¹⁵ Derved tager substansværdimetoden altså ikke højde for den fremtidige indtjening eller pengestrøm. Af denne årsag benyttes metoden også sjældent og primært kun til værdiansættelse af virksomheder i kriser eller som supplement til andre værdiansættelsesmetoder.¹⁶

4.2.2 Relative værdiansættelsesmetode

Ved den relative værdiansættelsesmetode tages der udgangspunkt i prismultipler, og en sammenligning med branchen. Denne metode kaldes også for markedsmetoden eller multipel værdiansættelse.¹⁷ ¹⁸ Der kan til denne metode benyttes en række forskellige prismultiple, så som P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Sales eller EV/NOPAT.¹⁹ Der vil i det kommende eksempel tages udgangspunkt i P/E, også kaldes for price/earnings. P/E er et nøgletal, der viser hvor meget en investor skal betale for at få en krone i overskud i et selskab, ved den pågældende børskurs.²⁰ Til metoden starter man med at identificere sammenlignelige virksomheder i branchen. Herefter, finder man en værdiindikator, som kan bruges på alle de sammenlignelige virksomheder.²¹ Herefter finde man den

¹² Enkeltaktiver / Substansmetoden. (s.d.). Virksomhedskøber. <https://virksomhedskober.dk/enkeltaktiver-substansmetoden/>

¹³ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

¹⁴ Eventualforpligtelser. (s.d.). Økonomistyrelsen. <https://oes.dk/statsregnskab/oekonomisk-administrativ-vejledning-oeav/regnskabsregler/passiver/eventualforpligtelser/>

¹⁵ Eventualforpligtelser. (s.d.). Dinero. <https://dinero.dk/ordbog/eventualforpligtelser/>

¹⁶ Værdiansættelse af virksomhed. (s.d.). Legal desk.

<https://www.legaldesk.dk/erhverv/virksomhedsoverdragelse/vaerdiansaettelse-af-virksomhed>

¹⁷ 4.3. Multipel værdiansættelse. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813240&chk=216301>

¹⁸ Aarhus Universitet. (s.d.). Værdiansættelsesmodeller - Generelt. Studoku.

<https://www.studocu.com/da/document/aarhus-universitet/regnskabsanalyse/vaerdiansaettelsesmodeller-generelt/7188852>

¹⁹ 4.3.1. Indtjeningsmultiple. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813241&chk=216301>

²⁰ Rye, L. & Østergaard, J. (2023). Investering i aktier. I: j. Østergaard & L. Rye (Red.), Finansiering C og B. Systime. <https://finansiering.systime.dk/?id=152>

²¹ Aarhus Universitet. (s.d.). Værdiansættelsesmodeller - Generelt. Studoku.

<https://www.studocu.com/da/document/aarhus->

gennemsnitlige multiple for branchen, i dette tilfælde P/E, som kunne være 20. Herefter skal den gennemsnitlige P/E ganges på virksomhedens indtjening²², som kunne fastsættes til 5 mio. kr. Herved fås en værdiansættelse på 5 mio. · 20 = 100 mio. kr.

For at denne metode kan bruges, er det dog en forudsætning at alle virksomhederne er sammenlignelige.

4.2.3 Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmetode

Der findes en række forskellige kapitalværdibaserede værdiansættelsesmetoder.

Kapitalværdibaserede modeller er kendetegnet ved, at man tilbagediskonterer en fremtidig indtjeningsstrøm.²³ Den mest anvendte metode er dog Discounted Cash Flow modellen, forkortet DCF-modellen.²⁴ Ved DCF-modellen estimeres først det fremtidige free cash flow, som derefter tilbagediskonteres. Summen af de tilbagediskonterede cash flows viser derved virksomhedens værdi. Der vil nu blive redegjort for de forskellige dele af DCF-modellen.

4.2.3.1 Free Cash Flow (FCF)

Det første step i DCF-modellen, er at fastsætte det free cash flow. Det free cash flow kan defineres som virksomhedens likviditet der er tilbage til långivere og ejere, efter dens driftskapitalbehov og udgifter til anlægsaktiver er dækket.²⁵ Det free cash flow findes ved først at finde EBIT, som står for earnings before interest and tax, og er det samme som resultat af primær drift. Her tillægges afskrivninger og skat fratrækkes, hvilket giver mellemresultatet cash earnings. Derefter tillægges eller fratrækkes net working capital²⁶ og pengestrømmen fra driften er fundet. For at finde det free cash flow, skal anlægsinvesteringer fratrækkes og det free cash flow er nu fundet.²⁷ I modellen, skal der tages udgangspunkt i estimerer ved fastsættelsen af det fremtidige free cash flow. Dette

²² SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

²³ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

²⁴ 4.1 DCF-modellen. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301>

²⁵ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

²⁶ Bilag 1 Formel for net working capital.

²⁷ 4.1.1.4 Åbningsbalance og udarbejdelse af budgetter (udledning af cashflow). (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813216&chk=216301>

gøres for en bestemt periode, som kaldes for budgetperioden. Det sidste år kaldes for terminalåret og betegner al evighed, efter budgetperioden.²⁸

4.2.3.2 WACC

Herefter skal WACC findes, som står for weighted average cost of capital, som kan oversættes til vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC bruges til at beregne diskonteringssatsen, når man skal værdiansætte en virksomhed. I DCF-modellen bruges WACC til at tilbagediskontere det free cash flow til nutidsværdien.²⁹

Formlen for WACC er vist nedenunder:

$$WACC = \frac{\text{Markedsværdien af egenkapitalen}}{\text{Værdi af ek + gæld}} \cdot Re + \frac{\text{Markedsværdien af gæld}}{\text{Værdi af ek + gæld}} \cdot Rd \cdot (1 - \text{skat})$$

Markedsværdien af egenkapitalen kan betegnes som den samlede værdi af virksomhedens egenkapital, også kaldet markedskapitalisering. Det beregnes ved at gange antallet af aktier med den nuværende pris pr. aktie.³⁰

Markedsværdien af gælden kan betegnes som den pris, investorerne er villige til at betale for hele virksomhedens gæld. En virksomheds gæld består ikke kun af obligationer, men også af banklån og andre former for lån, som ikke har en specifik markedsværdi.³¹

Re står for cost of equity eller oversat til dansk, ejerafkastkravet og er det krav investorerne stiller til forrentningen af deres investerede kapital.³² Ejerafkastkravet kan estimeres ved hjælp af Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), som ser således ud:

$$CAPM = ER_i = (ER_m - R_f) \cdot \beta + R_f$$

Hvor ER_i er det forventede afkast på investeringen. ER_m svarer til det forventede afkast på markedet, som normalt vil blive taget ud fra et stort indeks.³³ R_f er den risikofrie rente,

²⁸ Prissætning af en virksomhed. (s.d.). Ivækst. <https://ivaekst.dk/vaekst/5/3/1/9/0/prissaetning-af-en-virksomhed>

²⁹ WACC. (s.d.). Corporate finance institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>

³⁰ Market value of equity. (s.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/market-value-of-equity.asp>

³¹ Market value of debt. (s.d.). Corporate finance institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/market-value-of-debt/>

³² SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

³³ CAPM. (s.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

som tager højde for tidsværdien af penge, og den risiko långivere og investorer løber.³⁴ Ofte vil den blive fastlagt ud fra den nuværende rente på obligationer. β er selskabets betaværdi. Beta måler hvor volatil en aktie er, i forhold til markedet. Hvis en aktie har en beta på 1,0 betyder det, at den er lige så volatil som det samlede marked. Er en akties beta for eksempel på 1,2 betyder at aktien er 20% mere volatil end markedet generelt.³⁵

Rd står for cost of debt, på dansk gældsrenten. Gældsrenten viser den rente, som virksomheden i gennemsnit betaler af sine forpligtelser.³⁶ Formlen for gældsrenten ser således ud:

$$\frac{\text{Finansielle omkostninger} \cdot 100}{\text{Gældsforpligtelser}}$$

Til sidst fratrækkes skatten, da rentekomkostninger er fradragsberettigede og fratrækkes, før virksomhedens overskud beskattes.³⁷

4.2.3.3 NPV

Net present value (NPV) er den samlede værdi, af alle fremtidige free cash flows tilbagediskonteret til nutiden. Årsagen til at free cash flows bliver tilbagediskonteret, skyldes at der tages højde for investeringens risiko og tidsværdien af pengene.³⁸

Formlen for Net present value ser således ud:

$$NPV = \sum_{n=0}^n \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n} \quad 39$$

³⁴ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

³⁵ Beta: Definition, Calculation, and Explanation for Investors. (s.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

³⁶ 15. Analyse af rentabilitet. (2023). I: J. Hassing (Red.), Virksomhedsøkonomi. Systime. <https://virksomhed.systime.dk/?id=722>

³⁷ WACC ekspertgruppe. (2016). Forrentningen af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC). Folketinget. <https://www.ft.dk/samling/20151/almdele/efk/bilag/303/1639966.pdf>

³⁸ Net present value. (s.d.). Corporate finance institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-present-value-npv/>

³⁹ Net Present Value (NPV): What It Means and Steps to Calculate It. (s.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/n/npv.asp>

Formlen skal forstås således, at man tager summen af det free cash flow pr termin, hvor n er antal terminer, og dividerer med diskonteringsraten pr termin for alle fremtidige terminer.

Ønsker man nu at finde den teoretiske værdi af en aktie, skal man tillægge værdien af virksomhedens likvide beholdninger. Likvide beholdninger kan defineres som værdier, der ikke er bundet til noget og nemt kan omsættes.⁴⁰ Herefter fratrækkes nettorentebærende gæld og resultatet bliver value of equity. Dette skal således blot divideres med antal aktier og den teoretiske pris pr aktie er fundet. Herved kan man nu vurdere om en aktie er teoretisk mere værd end den handles til.⁴¹

4.3 Delkonklusion

For at opsummere, er Pandora verdens største smykkeproducent og er i dag blandt de største virksomheder i Danmark. Pandora begyndte med en enkelt butik i København, men har i dag over 6.700 forhandlere og butikker i over 100 lande og over 33.000 ansatte verden over. Når en virksomhed som Pandora skal værdiansættes findes der en række forskellige metoder. Herunder substansværdimetoden, hvor markedsværdien af en virksomheds aktiver findes og bruges til værdiansættelsen. Der findes også relative værdiansættelsesmetoder, hvor der tages udgangspunkt i en eller flere prismultiple og en sammenligning med branchen. Desuden findes der også kapitalværdimetoder, som kendetegnes ved, at man tilbagediskonterer de fremtidige cash flows. Her er den mest anvendte metode discounted cash flow modellen, som vil blive brugt til at værdiansætte Pandora.

⁴⁰ Likvide beholdninger. (s.d.). Økonomi styrelsen. <https://oes.dk/statsregnskab/oekonomisk-administrativ-vejledning-oeav/regnskabsregler/aktiver/likvide-beholdninger/>

⁴¹ 4.1.4. Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver og nettorentebærende gæld. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813230&chk=216301>

5. Analyse af Pandoras værdiansættelse

Som nævnt, vil DCF-modellen blive anvendt til at værdiansætte Pandora. For at gøre dette, skal det free cash flow først findes. Dette kræver at EBIT kendes, hvilket betyder det er nødvendigt at starte med at lave et estimat over den fremtidige resultatopgørelse indtil EBIT (resultat af primær drift). Dette gøres ved først at fastsætte den årlige vækst for virksomheden.

5.1 Fastsættelse af årlig vækst og estimering af resultatopgørelsen frem til EBIT

Fastsættelsen af en årlig vækstrate for en virksomhed, kan være kompliceret. Der er mange eksterne faktorer, der potentielt kan have indflydelse på en virksomheds omsætning, og det er derfor vigtigt at have dette i mente, når man fastsætter vækstraten. Hvis ikke der tages højde for sådanne forhold, er det vigtigt at forholde sig kritisk over for det resultat man får senere. En ting der kan have stor betydning for den fremtidige omsætning, er virksomhedens fokus på CSR. Laboratorieskabte diamanter og genbrugssølv og guld er gode eksempler på at CSR-initiativer også kan bruges som en form for leveringssikkerhed og lavere indkøbspriser.⁴²

For at fastsætte vækstraten i Pandora, vil der blive udregnet et gennemsnit af henholdsvis Pandoras egne forventninger til omsætning over de næste 3 år, Jyske Banks forventninger til Pandoras omsætning de næste 3 år samt en beregning af den gennemsnitlige vækst i omsætningen de sidste 10 år for Pandora.

Pandoras konsensus for væksten de næste tre år giver en forventet gennemsnitlig vækstrate på 8,72% om året⁴³. Det er dog vigtigt at bemærke at Pandora flere gange førhen har opjusteret på deres fremtidige forventninger løbende⁴⁴, samt at de

⁴² Pandora lancerer kollektion med laboratorieskabte diamanter. (s.d.). CSR. <https://www.csr.dk/pandora-lancerer-kollektion-med-laboratorieskabte-diamanter>

⁴³ Consensus estimates. (s.d.). Pandora. <https://pandoragroup.com/investor/share-information/consensus-estimates>

⁴⁴ Larsen, T. (2024, 7. januar). Pandora opjusterer. Børsen. <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pandora-med-markant-opjustering-efter-staerkt-julesalg>

makroøkonomiske usikkerheder gør forventningerne til fremtiden mere usikre⁴⁵ og derved kan forventningerne til væksten fra Pandora betragtes som relativt konservative. Dette er også til egen fordel for Pandora, da eventuel bedre end forventet vækst vil blive mødt positivt af aktionærerne.

Jyske Bank forventer over samme periode en vækst i omsætningen på 8,99% om året.⁴⁶ hvilket ligger meget tæt Pandoras egne forventninger. Det må her forventes at Jyske Bank også forholder sig konservativt, grundet de makroøkonomiske usikkerheder for tiden.

Baseret på historisk data over de sidste 10 år, har Pandora haft en gennemsnitlig vækst i omsætningen på 13,16% om året.⁴⁷ Det er dog vigtigt at pointere, at fortidig vækst ikke nødvendigvis betyder fremtidig vækst. Dette er også en årsag til at gennemsnitsvæksten de sidste 10 år suppleres af forventninger fra Pandora selv og Jyske Bank.

Resultatet af disse beregninger bliver således en gennemsnitlig fremtidig årlig vækst i omsætningen på 10,29%.⁴⁸

Pandora forventer at åbne 100-175 nye butikker i 2024, hvilket alt andet end lige vil være med til at øge den fremtidige indtjening.⁴⁹ Samtidig forventes det også at markedet for smykker vokser med gennemsnitligt 3,53% om året frem mod 2028.⁵⁰ Dette vil være positivt for Pandora, og være en mulighed for potentielt at få flere kunder.

For at beregne EBIT skal driftsomkostningerne normalt beregnes først, da disse skal trækkes fra omsætningen for at finde EBIT. Dog er driftsomkostningerne beregnet på baggrund af EBIT i denne opgave. Dette er blevet gjort ved først at fastsætte en fremtidig EBIT-margin. Denne er fastsat ved at tage et gennemsnit af EBIT-marginen de sidste 6 år.

⁴⁵ 6.500 virksomheder har talt: Inflation, geopolitik og pengepolitik er de største usikkerheder i år. (s.d.). Dansk Industri. <https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2023/4/6500-virksomheder-har-talt-inflation-geopolitik-og-pengepolitik-er-de-storste-usikkerheder-i-ar/>

⁴⁶ Danske Aktier - marts 2024. (s.d.). Jyske Bank. <https://www.jyskebank.dk/finansnyt/aktier/publikation/marts-2024>

⁴⁷ Bilag 3 Beregning af Pandoras fremtidige årlige vækst

⁴⁸ Consensus estimates. (s.d.). Pandora. <https://pandoragroup.com/investor/share-information/consensus-estimates>

⁴⁹ Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

⁵⁰ Bilag 4 Smykkemarkedets forventede vækst frem mod 2028

Her blev resultatet en fremtidig EBIT-margin på 22,5%.⁵¹ Dette anses for at være en retvisende EBIT-Margin, da Jyske Bank forventer en EBIT-margin for Pandora på 21% over de næste 3 år.⁵² Samtidig forventer Pandora selv en EBIT-margin på 26-27% i 2026.⁵³ På baggrund af disse forbehold vil den gennemsnitlige EBIT-margin over de sidste 6 år blive brugt i beregningen, da dette er det mest konservative bud.

Ved at kende EBIT-marginen, kan EBIT nu beregnes. Herefter kan driftsomkostningerne beregnes ved at trække EBIT fra Omsætningen. For at fremskrive de forskellige poster under driftsomkostningerne, er en beregning på hvor stor en andel posterne i gennemsnit har udgjort over de sidste 6 år beregnet.⁵⁴

EBIT kan nu bruges til at finde det fremtidige free cash flow.

Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT						
DKK million	E23/24	E24/25	E25/26	E26/27	E27/28	E28/29
Revenue	31.032	34.225	37.748	41.632	45.917	50.642
Growth, %	10,29%	10,29%	10,29%	10,29%	10,29%	10,29%
Cost of sales	-7.588	-8.369	-9.230	-10.180	-11.227	-12.383
Sales, distribution and marketing expenses	-13.305	-14.674	-16.184	-17.850	-19.687	-21.713
Administrative expenses	-3.143	-3.466	-3.823	-4.217	-4.651	-5.129
EBIT	6.996	7.716	8.510	9.386	10.352	11.418
EBIT-margin	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%

Figur 1 Bilag 8: Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT

5.2 Estimering af det fremtidige free cash flow

For at estimere det fremtidige free cash flow, skal man starte med at tilføje af- og nedskrivninger til EBIT samt trække skat af EBIT fra. Skattesatsen der bliver brugt i opgaven, er den danske selskabsskat på 22%.⁵⁵ Da Pandora er et internationalt selskab, er det svært at afgøre præcis hvordan skattesatsen fra alle lande Pandora betaler skat i, vil blive. Når dette er gjort, er mellemresultatet cash earnings beregnet.

⁵¹ Bilag 5 Pandoras gennemsnitlige EBIT-margin sidste 6 år

⁵² Bilag 6 Jyske Banks forventninger til Pandoras EBIT-margin

⁵³ Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

⁵⁴ Bilag 7 Driftsomkostningernes gennemsnitlige størrelse sidste 6 år

⁵⁵ Selskabsskat for ApS og A/S. (s.d.). Virksomhedsguiden.

<https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/>

Herefter skal først other operational activities tilføjes, som består af share-based payments og other non-cash adjustments. Disse vil blot blive fremskrevet med deres gennemsnitlige udvikling de sidste 6 år, da det er svært at vide hvordan disse mindre poster vil udvikle sig. Dernæst skal change in net working capital fratrækkes eller tilføjes. Change in net working capital kan findes ved at finde forskellen mellem net working capital i nuværende år og sidste år.⁵⁶ For at kunne gøre dette, skal man dog først have fundet net working capital. Dette findes ved at trække accounts receivable og inventory fra accounts Payable.⁵⁷ Disse er fundet for fremtiden, ved at fremskrive hele balancen, med det hver post i gennemsnit har udgjort de sidste 3 år.⁵⁸

Når dette er gjort, er mellemresultatet cash flows from operating activities udregnet. For at nå frem til free cash flow skal først total financial investments fratrækkes og derefter også udbetalinger til leasingaftaler.

Da Pandora, af konkurrencemæssige hensyn, ikke offentliggør præcis hvordan deres investeringer er fastsat, er det svært at estimere præcis hvordan deres investeringsbudget vil se ud for fremtiden. Derfor bygger denne post også på hvad investeringer i gennemsnit over de sidste 6 år har udgjort af den samlede omsætning. Det må dog formodes at Pandora fortsat vil udvide antallet af forhandlere og butikker. Leasing har ikke været en del af Pandoras cash flow i alle regnskabsår, der er derfor taget et gennemsnit af hvad denne post har udgjort de sidste 4 år af omsætningen, for at fremskrive denne. Dette gøres, da det formodes at Pandora ikke ændrer på sine

⁵⁶ Change in Net Working Capital (NWC). (s.d.). Waal street prep.
<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/change-in-net-working-capital-nwc/>

⁵⁷ Bilag 1 Formel for Networking Capital.

⁵⁸ Bilag 9 Andel af omsætningen for balancen

leasingaftaler. Hermed, er det fremtidige free cash flow fundet.⁵⁹

Prognose for fremtidige free cash flow						
DKK million	E23/24	E24/25	E25/26	E26/27	E27/28	E28/29
Depreciation and amortisation	2.612,5	2.881,4	3.177,9	3.505,0	3.865,7	4.263,6
Skat af resultat af primær drift	-1.539	-1.698	-1.872	-2.065	-2.277	-2.512
Cash earnings	8.070	8.900	9.816	10.826	11.940	13.169
Other operational activities	58,1	64,1	70,6	77,9	85,9	94,8
Change in net working capital	-752	20	22	25	27	30
Cash flows from operating activities	7.376	8.984	9.909	10.929	12.053	13.294
Total financial investments	-1.655	-1.826	-2.013	-2.221	-2.449	-2.701
Leasing	-1.289	-1.422	-1.568	-1.730	-1.908	-2.104
Free cash flow	4.431	5.737	6.327	6.978	7.696	8.488

Figur 2 Prognose for fremtidige free cash flow

5.3 WACC

Når det fremtidige frie cash flow er fundet, er det næste punkt i værdiansættelsen at finde WACC. Som det blev nævnt i redegørelsen, står WACC for weighted average cost of capital og bruges i DCF-modellen som diskonteringsfaktoren.

5.3.1 CAPM & Gældsrente

Som nævnt i redegørelsen, kræver WACC formlen at man kender ejernes afkastningskrav, som bliver beregnet med CAPM formlen. CAPM beregner altså hvad investorer som minimum kræver i forrentning af deres investering, på baggrund af den risiko der er forbundet med investeringen.

CAPM formlen ser således ud:

$$ER_i = (ER_m - R_f) \cdot \beta + R_f$$

Som det kan ses på formlen, kræver det altså at man finder markedsrenten/markedsafkastet, den risikofrie rente og betaværdien for Pandora for at udregne CAPM.

Markedsafkastet er i denne opgave fastsat til 7,35% som er det gennemsnitlige afkast fra C20 over de sidste 20 år.⁶⁰ Dette må anses for at være et realistisk afkastkrav, da det reflekterer det samlede marked for danske virksomheder.

⁵⁹ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

⁶⁰ Frost, O. (s.d.). Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast. Dinfor. <https://dinfo.dk/afkast-paa-aktier-se-det-historiske-gennemsnitlige-afkast/>

Den risikofrie rente er sat til 2,25% som er den nuværende rente på 10-årige statsobligationer. Dette gøres da investering i 10-årige statsobligationer anses som værende en af de mest risikofrie investeringer der findes.⁶¹

Betaværdien er beregnet i Excel⁶², og sat til 1,32. Det vil sige, at Pandora aktien svinger 32% mere end C25 indekset. En betaværdi på 1,32 anses for at være passende for Pandora ved en sammenligning med Yahoo finance og Infront analytics, som henholdsvis beregner aktiens betaværdi til 1,64⁶³ og 1,23⁶⁴.⁶⁵

Ved at indsætte disse tal i formlen for CAPM bliver resultatet at ejernes afkastningskrav er 8,98%.⁶⁶

Gældsrenten skal nu fastsættes, hvilket gøres ved at dividere Pandoras finansielle omkostninger med deres gældsforpligtelser i alt:

$$\frac{1.056}{18.443} \cdot 100 = 5,73\%^{67}$$

Hermed ses at Pandoras gældsrente ligger på 5,73%, hvilket må antages at være en smule højt, specielt for en så stor virksomhed. Dette kan eventuelt skyldes ny optagede lån, med en højere rente, som også kan ses på den høje rente på obligationerne. Derudover kan det også skyldes ikke fastforrentede lån, som er blevet konverteret til en højere rente.

5.3.2 Markedsværdi af egenkapital og gæld

Markedsværdien af egenkapitalen kan, som nævnt i redegørelsen, beregnes ved at gange antallet af udstedte aktier med den nuværende kurs. For Pandora vil dette blive gjort

⁶¹ 4.1.2.2. Risikofri rente. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813218&chk=216301>

⁶² hey i'm aaron. (2019, 2. maj). How to Calculate Beta In Excel - All 3 Methods (Regression, Slope & Covariance) [Video]. Youtube.

https://www.youtube.com/watch?v=vr1lQeKX8Mc&ab_channel=heyi%27maaron

⁶³ Pandora A/S (PNDORA.CO). (s.d.). Yahoo finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?.tsrc=fin-srch>

⁶⁴ Market multiple valuation of Pandora A/S (PNDORA | DNK). (s.d.). Infront analytics.

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/DK0060252690/Pandora-A-S/market-valuation>

⁶⁵ Bilag 10 Beta værdi for Pandora fra forskellige hjemmesider

⁶⁶ Bilag 11 CAPM-beregning

⁶⁷ Bilag 12 Pandora gældsrente

med udgangspunkt i kursprisen den 15. mart 2024. Her var kursen for Pandora 1.146 kr. pr. aktie.⁶⁸ På dette tidspunkt var der udstedt 81.610.000 aktier.⁶⁹ Disse tal kan nu bruges til at beregne markedsværdien af egenkapitalen:

$$81.610.000 \cdot 1.146 = 93.525.060.000 \text{ kr.}$$

Som det kan ses, bliver markedsværdien af egenkapitalen for Pandora beregnet til 93.525 mio. kr. den 15. marts 2024.⁷⁰

Markedsværdien af gælden er dog lidt mere besværlig at beregne, hvis man skal følge den rigtige formel. Årsagen til at dette er svært at estimere skyldes, at Pandoras gæld ikke kun består af obligationer, men også andre typer af lån, som ikke har en fast markedsværdi. Af denne årsag vil der i stedet for, blive brugt nøgletallet nettorentebærende gæld. Nettorentebærende gæld opgøres som rentebærende gæld fratrukket overskydende likviditet og øvrige ikke driftsmæssige aktiver.⁷¹ Da dette er det tætteste og mest præcise estimat for markedsværdien af gælden, som er mulig at bruge. Nettorentebærende gæld kan findes i Pandoras regnskab, hvor det fremgår at den er på 9.770 mio. kr.⁷² Dette er beregnet ved at trække likvide beholdninger fra den rentebærende gæld i virksomheden.

Således kan værdien af egenkapitalen + gælden altså beregnes som:

$$93.525 + 9.770 = 103.295 \text{ mio. kr.}$$

Den samlede værdi af egenkapitalen og gælden bliver altså 103.295 mio. kr. som også skal bruges i WACC formelen.

5.3.3 WACC-beregning

Ud fra de forrige beregninger og estimater, kan WACC nu udregnes. Dette gøres ved at markedsværdien af egenkapitalen og gælden, på henholdsvis 93.525 mio. kr.⁷³ og 9.770 mio. kr.⁷⁴, nu indsættes i formelen samt værdien af egenkapitalen plus gælden. Herefter

⁶⁸ Bilag 13 Pandora aktiekurs

⁶⁹ Pandora A/S (PNDORA.CO). (s.d.). Yahoo finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?.tsrc=fin-srch>

⁷⁰ Bilag 14 Markedsværdi af egenkapital

⁷¹ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

⁷² Bilag 15 Nettorentebærende gæld Pandora

⁷³ Bilag 14 Markedsværdi af egenkapital

⁷⁴ Bilag 15 Nettorentebærende gæld Pandora

indsættes ejernes afkastningskrav, som blev beregnet med CAPM formelen til at være 8,98%. Gældsrenten på 5,73%⁷⁵ indsættes også i formelen for WACC. Det sidste der mangler, er kun at indsætte skatteprocenten i formelen, som i dette tilfælde er 22%⁷⁶, som er den aktuelle selskabsskat i Danmark. Hermed bliver WACC beregnet til at være 8,55%.

Udregning af WACC					
WACC	=	$\frac{E}{V} * Re$	+	$\frac{Gæld}{V} * Rd/GR * (1 - Skat)$	
Værdier indsættes:					
WACC	=	$\frac{93.525}{103.295} * 8,98\%$	+	$\frac{9.770}{103.295} * 5,73\% * (1 - 0,22)$	
WACC	=	0,91 * 8,98%	+	0,09 * 5,73%	0,78
WACC	=	0,081	+	0,0054	0,78
WACC	=	0,0855		eller	8,55%

Figur 3 Beregning af WACC

5.3.4 Tilbagediskonteringsatsen

WACC skal i DCF-modellen bruges som tilbagediskonteringsfaktor for det fremtidige free cash flow. Derudover bruges den også som en del af beregningen af terminalværdien i terminalåret. Tilbagediskontering er en metode til at justere fremtidige penge, til deres værdi i dag. Dette gøres da penge anses for at have en større værdi i dag, i forhold til i fremtiden, grundet blandt andet inflation og risiko.⁷⁷ Formlen for tilbagediskonteringsatsen hedder $(1+WACC)^{-n}$. N i formelen er antal terminer og er årsagen til at tilbagediskonteringsatsen stiger fra år til år grundet at potensen stiger. Af den årsag falder værdien af pengene i fremtiden mere, jo længere tid der går. Ved at tilbagediskontere alle fremtidige free cash flows, beregnes deres PV, present value, altså deres nutidsværdi.⁷⁸

⁷⁵ Bilag 12Gældsrente Pandora

⁷⁶ Selskabsskat for ApS og A/S. (s.d.). Virksomhedsguiden.

<https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/>

⁷⁷ Kapitalværdi: Tilbagediskontering. (s.d.). Dinero. <https://dinero.dk/ordbog/kapitalvaerdi/>

⁷⁸ What Is Present Value in Finance, and How Is It Calculated?. (s.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/p/presentvalue.asp>

5.4 Tilbagediskontering af det fremtidige free cash flow

Det næste skridt i værdiansættelsen med DCF-modellen er nu at beregne nutidsværdien af det free cash flow i både budgetteringsperioden og i terminalperioden. Herefter kan den samlede nutidsværdi af det free cash flow i budgetteringsperioden lægges sammen med terminalværdien og den samlede nutidsværdi er fundet, også kaldet net present value.⁷⁹ For budgetperioden kan nutidsværdien beregnes ved at dividere tilbagediskonterings-satsen med det fremtidige free cash flow for hvert termin. Dette gøres indtil terminalåret, hvor formlen for terminalværdien bruges:

$$\frac{(\text{Terminal årets FCF} * (1 + \text{vækst i terminalperioden}))}{(\text{WACC} - \text{vækst i terminalperioden})}^{80}$$

Som det kan ses på formlen, kræver det altså at den årlige vækst i terminalperioden er fastsat før dette kan gøres.

5.4.1 Fastsættelse af årlig vækst i terminalperioden

Da terminalperioden defineres som al fremtid efter budgetperioden, gør dette det rigtig svært at forudse hvordan væksten vil være for netop Pandora på så lang sigt. Grundet disse store usikkerheder, antages det at væksten i terminalperioden i betydeligt omfang er styret af den forventede vækst i samfundsøkonomien.⁸¹ Derfor vil estimatet for den årlige vækst i terminalperioden bygge på den gennemsnitlige årlige vækst i verden, over de sidste 30 år. Det ses her, at den årlige vækst i verden over de sidste 30 år, i gennemsnit har ligget på 2,97%.⁸² Der vil derfor i opgaven blive brugt en årlig vækst i terminalperioden på 3% ligesom for verden. Dette skyldes at Pandora er en stor og globalt etableret virksomhed og der er derfor ikke grund til at forvente enorme

⁷⁹ Net present value. (s.d.). Corporate finance institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-present-value-npv/>

⁸⁰ Kenji Explains. [Tidspunkt: 23:20]. (2022, 3. juli). Build A Full Discounted Cash Flow Model for a REAL Company [Video]. Youtube.

https://www.youtube.com/watch?v=77xkumpio48&ab_channel=KenjiExplains

⁸¹ SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

⁸² Bilag 16 BNP-vækst i verden de sidste 30 år

vækstrater længere ude i fremtiden, som der eventuelt kunne være for mindre og nyopstartede virksomheder.

5.4.2 Tilbagediskontering og nutidsværdi

Når den årlige vækst i terminalperioden er fastsat, kan det fremtidige free cash flow og terminalværdien nu tilbagediskonteres med tilbagediskonteringsraten. Hermed fås nutidsværdien af de fremtidige free cash flows samt terminalværdien. Dette kan blive lagt sammen og giver den samlede nutidsværdi, også kaldet net present value.

Terminalværdien er regnet til at være ca. 157 mia. kr.⁸³ og repræsenterer alle de fremtidige free cash flows efter budgetteringsperioden. Den samlede nutidsværdi er regnet til ca. 118 mia. kr. som set i figur 4.

DKK millioner	Budgetperiode						
	1	2	3	4	5	6	7
	E23/24	E24/25	E25/26	E26/27	E27/28	E28/29	Terminalår
Free cash flow	4.431	5.737	6.327	6.978	7.696	8.488	157.396
Diskonteringsrate	1,085548693	1,178415965	1,27922791	1,38866419	1,50746259	1,63642405	1,776417984
PV future cash flow	4.082	4.868	4.946	5.025	5.106	5.187	88.603
WACC	8,55%						
Årlig vækst i terminalperioden	3,00%						
Net present value i tusinde	117.817.130,49						

Figur 4 Beregning af future free cash flow og nutidsværdien

5.4.3 Value of equity og teoretisk værdi af Pandora

De sidste step i DCF-modellen er nu at beregne value of equity, også kaldet værdi af egenkapital, som derefter kan divideres med antallet af udstedte aktier, for at beregne den teoretiske værdi af Pandora. Værdien af egenkapitalen kan beregnes, ved at lægge de likvide beholdninger til og derefter fratække Pandoras nettorentebærende gæld.⁸⁴ De likvide beholdninger i Pandora er på 1,397 mia. kr.⁸⁵ mens deres nettorentebærende gæld er på 9,770 mia. kr. Dette giver altså en teoretisk værdi af egenkapitalen på ca. 109

⁸³ Bilag 17 Terminal værdien

⁸⁴ DCF Model Training Free Guide: DCF Equity Value. (s.d.). Corporate Finance Institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/dcf-model-training-free-guide/>

⁸⁵ Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

mia. kr.⁸⁶ når de to poster henholdsvis tillægges og fratrækkes den fundne nutidsværdi.

WACC	8,55%
Årlig vækst i terminalperioden	3,00%
Net present value i tusinde	117.817.130,49
Cash	1.397.000
Netto rentebærende gæld i tusinde	9.770.000
Value of equity i tusinde	109.444.130,49
Antal aktier i tusinder	81.610
Teoretiske værdi af aktie	1.341,06

Figur 5 Teoretisk værdi af Pandora

Som det fremgår af figur 5, er den teoretiske værdi af Pandora på 109,44 mia. kr., hvilket giver en teoretisk værdi af aktien på 1.341,06 kr. Dette betyder, at ifølge DCF-modellen er Pandora aktien undervurderet med ca. 17% i forhold til dens nuværende kurs pr. 15.

marts som ligger på 1.146 kr. Det kan derfor konkluderes at Pandora-aktien er værdiansat for lavt på markedet, hvilket der kan være en række årsager til. DCF-modellen har også en række svagheder og usikkerheder og disse vil blive udforsket nærmere i diskussionen samt på baggrund af følsomhedsanalyser.

5.5 Følsomhedsanalyse

Som tidligere nævnt, er der en række usikkerheder ved brugen af DCF-modellen, da den bygger på mange skøn og forudsætninger. Der vil derfor blive lavet følsomhedsanalyser, på nogle af de mere kritiske faktorer i modellen. Dette inkluderer WACC, terminalvæksten, den årlige vækst og EBIT-marginen, for at undersøge hvordan en ændring i disse vil påvirke den teoretiske værdi af aktien. WACC vil blive undersøgt, da WACC er udregnet på baggrund af en række forskellige bagvedliggende faktorer og bliver brugt til at finde tilbagediskonteringsraten. Dernæst vil terminalvæksten blive undersøgt, da væksten i terminalperioden har stor betydning for terminalværdien, som har stor betydning for værdiansættelsen. Derefter vil den årlige vækst også blive undersøgt, da de fremtidige fremskrivninger af både resultatopgørelsen og balancen er fremskrevet ud fra omsætningsvæksten og derfor spiller en afgørende faktor. Som den

⁸⁶ Figur 5

sidste usikkerhedsfaktor, vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse af EBIT-marginen, da EBIT-marginen har stor betydning for hvor stort et resultat af primær drift virksomheden kan skabe, samt for det free cash flow.

Alle følsomhedsanalyser er målt i forhold til WACC, med undtagelse af WACC, da WACC spiller en central rolle i DCF-modellen. Under alle følsomhedsanalyserne er der taget udgangspunkt i den teoretiske værdi af aktien som måleenhed, da dette er det sidste nøgletal i værdiansættelsen. De kommende følsomhedsanalyser vil være farvekodet således at mørkegrøn viser ændring på fra den nuværende pris pr. aktie på 1.146 kr. på $\pm 10\%$, lysegrøn viser en ændring på $\pm 10-25\%$, orange viser en ændring på $\pm 25\%$ og rød viser en ændring på $\pm 50\%$ fra den nuværende pris.⁸⁷ I følsomhedsanalysen tages der udgangspunkt i at WACC kan ændre sig med plus minus 3 procentpoint, med en ændring på 1% ad gangen.

5.5.1 Følsomhedsanalyse af terminalvæksten over for WACC

Der vil nu blive foretaget en følsomhedsanalyse af terminalvæksten over for WACC, og omvendt. Dette skyldes, at væksten i terminalperioden har stor betydning for den endelige værdiansættelse. Det er derfor interessant at undersøge hvorledes en ændring af denne vil påvirke værdiansættelsen. Endvidere har WACC også stor betydning for den endelige værdiansættelse, i det den bruges til tilbagediskonteringsatsen, som derved har stor betydning for nutidsværdien af fremtidig free cash flow. Derfor er der udarbejdet 6 forskellige scenarier for udviklingen af terminalvæksten, hvor den kan svinge med plus minus 1,5 procentpoint.

⁸⁷ Bilag 18 Farvekodningsskema

Følsomhedsanalyse - WACC over for terminalvæksten								
Terminalvækst	WACC							
	1.341,06	5,55%	6,55%	7,55%	8,55%	9,55%	10,55%	11,55%
1,50%	2077,22	1619,56	1314,79	1097,78	935,71	810,31	710,56	
2,00%	2338,07	1773,88	1414,68	1166,50	985,14	847,08	738,65	
2,50%	2684,30	1966,26	1534,32	1246,57	1041,58	888,42	769,84	
3,00%	3166,06	2212,76	1680,23	1341,06	1106,62	935,22	804,68	
3,50%	3882,26	2539,95	1862,13	1454,24	1182,41	988,66	843,84	
4,00%	5059,07	2995,21	2095,19	1592,28	1271,84	1050,26	888,18	
4,50%	7351,50	3672,01	2404,55	1764,35	1378,96	1122,02	938,81	

Figur 6 Følsomhedsanalyse af WACC over for Terminalvæksten

Som det kan ses på ovenstående billede, forekommer der store udsving i den teoretiske værdi pr. aktie ved en ændring af WACC med samme terminalvækst. Det kan ses, at hvis WACC blot falder med 1% øges den teoretiske værdi af aktien med over 300 kr., men hvis den der i mod øges med 1% falder aktiekursen med over 200 kr. Dette skyldes at, hvis tilbagediskonteringsraten bliver mindre, vil det fremtidige free cash flow have en større værdi i dag og samtidig vil terminalværdien stige da forskellen mellem WACC og terminalvæksten således vil være mindre.

Ligeledes kan det ses at hvis terminalvæksten falder vil værdien pr. aktie falde, mens hvis den stiger, vil værdien pr. aktie stige. Dette skyldes, at jo højere en vækst i terminalperioden, jo mere vil virksomheden i teorien være værd i dag. Samtidig vil en stigning i terminalværdien skabe en mindre forskel mellem WACC og terminalvæksten, hvilket vil øge terminalværdien.

Det kan hermed ses at en stigning på 1% i WACC vil bringe den teoretiske værdi af aktien under dens nuværende kurs, men at det ville kræve en ændring i terminalvæksten på 1,5% før den teoretiske værdi af aktien falder under dens nuværende kurs.

5.5.2 Følsomhedsanalyse af årlig vækst over for WACC

Der vil nu blive foretaget en følsomhedsanalyse af den årlige vækst over for WACC. Dette gøres som nævnt, da væksten har stor betydning for alle fremskrivninger i både resultatopgørelsen og balancen, som derved har stor betydning for det fremtidige free cash flow. Det er derfor interessant at undersøge hvordan en ændring i den årlige vækst

påvirker værdiansættelsen af Pandora.

Følsomhedsanalyse - Årlig vækst over for WACC								
Årlig vækst	WACC							
	1.341,06	5,55%	6,55%	7,55%	8,55%	9,55%	10,55%	11,55%
	7,29%	2687,18	1879,52	1428,15	1140,50	941,55	795,99	685,03
	8,29%	2839,66	1985,69	1508,50	1204,46	994,22	840,43	723,24
	9,29%	2999,20	2096,70	1592,48	1271,28	1049,21	886,82	763,10
	10,29%	3166,06	2212,76	1680,23	1341,06	1106,62	935,22	804,68
	11,29%	3340,50	2334,04	1771,89	1413,92	1166,53	985,71	848,02
	12,29%	3522,80	2460,73	1867,60	1489,96	1229,03	1038,36	893,20
	13,29%	3713,25	2593,02	1967,50	1569,30	1294,22	1093,24	940,27

Figur 7 Følsomhedsanalyse af årlig vækst over for WACC

Som det kan ses på figur 7, vil en ændring af væksten, med den nuværende WACC, havde en mindre betydning for den samlede værdiansættelse, i det alle værdier ligger inden for 25% af den nuværende værdiansættelse. Det kan dog ses, at en stigning i væksten vil øge værdiansættelsen, mens et fald i væksten har modsatte effekt. Samtidig kan det ses, at hvis WACC og væksten begge ændres, vil der være større udsving i den teoretiske aktiekurs sammenholdt med den nuværende teoretiske værdi.

5.5.3 Følsomhedsanalyse af EBIT-margin over for WACC

Som nævnt, vil der også blive foretaget en følsomhedsanalyse af EBIT-margin over for WACC. Dette skyldes som nævnt, at EBIT-marginen afgør hvor stort det fremtidige free cash flow bliver, i det at det beregnes på baggrund af EBIT. Derfor er det interessant at undersøge hvordan en ændring i EBIT-marginen vil påvirke den endelige værdiansættelse.

Følsomhedsanalyse - EBIT-margin over for WACC								
EBIT margin	WACC							
	1.341,06	5,55%	6,55%	7,55%	8,55%	9,55%	10,55%	11,55%
	19,55%	2708,49	1888,29	1430,12	1138,31	936,61	789,15	676,83
	20,55%	2861,01	1996,45	1513,49	1205,89	993,28	837,84	719,45
	21,55%	3013,53	2104,60	1.596,86	1273,48	1049,95	886,53	762,06
	22,55%	3166,06	2212,76	1680,23	1341,06	1106,62	935,22	804,68
	23,55%	3318,58	2320,92	1763,61	1408,65	1163,29	983,91	847,29
	24,55%	3471,10	2429,07	1846,98	1476,23	1219,97	1032,61	889,90
	25,55%	3623,62	2537,23	1930,35	1543,82	1276,64	1081,30	932,52

Figur 8 Følsomhedsanalyse af EBIT-margin over for WACC

Den benyttede EBIT-margin i værdiansættelsen er 22,5% og det kan ses at et fald eller en stigning i EBIT-marginen vil medføre et henholdsvis fald eller stigning i den teoretiske værdi af aktien. Dette skyldes at med en højere EBIT-margin vil resultatet af primær drift være større og derved vil det future free cash flow også blive større og omvendt med en

lavere EBIT-margin. Det kan også ses, at ved større ændringer i WACC og EBIT-Marginen vil den teoretiske værdi af aktien også variere meget fra den nuværende. Dette skyldes at ændringen i WACC har en stor betydning samtidig med at EBIT-marginen har stor betydning for cash flowet.

5.6 Delkonklusion

For at opsummere, blev der i analysen gjort brug af kapitalværdimetoden, mere konkret DCF-modellen, til at værdiansætte Pandora. Den teoretiske værdi af Pandora blev beregnet ved først at fastsætte WACC, som blev beregnet til at være på 8,55%, som skulle bruges til at beregne tilbagediskonteringsatsens. Terminalvæksten blev fastsat til at være 3%, svarende til den gennemsnitlige årlige vækst på verdensplan over de sidste 30 år. WACC og terminalvæksten blev brugt til at tilbagediskontere det fremtidige free cash flow i budgetperioden og terminalperioden. Her kunne den samlede nutidsværdi, også kaldet net present value beregnes. Værdien af egenkapitalen kunne derefter beregnes, ved at tillægge likvide beholdninger og fratække nettorentebærende gæld. Derfra blev den teoretiske værdi af Pandora beregnet til at være 1.341,06 kr. pr. aktie. Det betyder, at ud fra disse beregninger er Pandora aktien på nuværende tidspunkt undervurderet i det, at den pr. 15. marts handles til kurs 1.146 kr. Pandora aktien står derfor over for en potentiel kursstigning på 17%. Til sidst blev en følsomhedsanalyse foretaget, for at kigge på nogle af de usikkerheder der er ved modellen. Årsagerne bag forskellen mellem den nuværende kurs på Pandora, og den beregnede teoretiske værdi, vil blive nærmere diskuteret i det efterfølgende afsnit.

6. Diskussion af årsager til at der forekommer afvigelser mellem markedsværdien og den teoretisk værdiansættelse

Et børsnoteret selskab kan ikke alene værdiansættes på baggrund af en model såsom discounted cash flow. Denne må blot bruges som en indikator, for hvor aktiens pris nogenlunde bør ligge. Dette skyldes, at der er en lang række af faktorer, som har betydning for værdiansættelsen af en virksomhed, som ikke er mulige at måle i modellen. Nogle af de faktorer, der kan have betydning for værdiansættelsen, er blandt andet investorerne tiltro til Pandora i fremtiden og på nuværende tidspunkt, samt DCF-modellens svagheder.

6.1 Troen på Pandora

Investorerne tro på et hvert selskab, Pandora såvel som alle andre, er essentielt for et selskabs aktiekurs. Har man gentagende gange skuffet med resultater under forventning eller lave forventninger, så "straffes" aktien med manglende tillid. Pandoras evne til at fortælle om selskabet og engagere investorer er derfor også vigtigt og kan spille en rolle for enhver virksomheds aktiekurs. Det må formodes, at Investorerne har gode grunde til at have god tiltro til Pandora, da de løbende over de sidste par år har været ude og opjustere deres forventninger til væksten⁸⁸, samtidig med at de har leveret gode regnskaber.⁸⁹ Det kan også ses, at der er stor tiltro til Pandora aktien, da kun 0,3% af alle positioner i Pandora er shortet.⁹⁰ Dette er selvom Pandora har oplevet en stigning i

⁸⁸ Larsen, T. (2024, 7. januar). Pandora opjusterer. Børsen.

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pandora-med-markant-opjustering-efter-staerkt-julesalg>

⁸⁹ J, Christensen. (2023, 12. December). eToro: Et fantastisk år for Pandora, men 2024 bliver anderledes. Euro Investor. <https://www.euroinvestor.dk/finanskommentar/etoro-et-fantastisk-aar-for-pandora-men-2024-bliver-anderledes>

⁹⁰ Statistik og dataudtræk over korte nettopositioner. (s.d.). Finanstilsynet. <https://oam.finanstilsynet.dk/#!/stats-and-extracts-short-net-positions>

aktiekursen på over 200% over de sidste par år. Dette indikerer, at investorerne ikke mener at aktien er kommet for langt op.⁹¹

Et andet vigtigt punkt i forhold til om investorerne tror på Pandora fremadrettet er, hvordan de klarer sig rent økonomisk. Kigger man her på nogle af de regnskabsmæssige nøgletal, kan det ses at Pandora har en rigtig god afkastningsgrad og egenkapitalens forrentning. Dog er gearingen rigtig høj og muligheden for likviditetsproblemer er større.^{92 93} Dette kan eventuelt skræmme nogle investorer en smule. Dog kan det også ses på de børsrelaterede nøgletal at Pandora handles til en nogenlunde rimelig pris med en P/E på 19,73 og en k/cf på 12,67 kr.^{94 95} Det kan desuden ses at 10 ud af 13 analytikere har en købsanbefaling på Pandora. Dette er et positivt tegn for markedet og viser tro på Pandora fremadrettet. Blandt disse analytikere ligger deres kursmål for Pandora imellem 900 og 1.400 kr.⁹⁶ Derved kan det ses at opgavens resultat lægger i den høje ende af analytikernes forventninger. Flere investorer udtaler dog, at Pandora er billigt prissat lige nu.⁹⁷ Der er desuden forventninger til at smykke markedet vil stige frem mod 2028.⁹⁸ Dog er der lige nu nogle makroøkonomiske og geopolitiske usikkerheder⁹⁹, som kan have en påvirkning på Pandoras aktiekurs.

Altså er der en række af vidt forskellige faktorer der spiller ind i, om markedet har tiltro til Pandora i fremtiden.

⁹¹ Pandora-aktien er steget voldsomt det sidste års tid - men hvordan ser fremtiden ud for aktien?. (2024, 9. januar). Euro Investor. <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/pandora-aktien-er-steget-voldsomt-det-sidste-aars-tid-men-hvordan-ser>

⁹² Bilag 20 Regnskabsrelaterede nøgletal for Pandora 2023

⁹³ Bilag 22 Kommentar til bilag 20 & 21

⁹⁴ Bilag 21 Børsrelaterede nøgletal for Pandora 2023 / 2024

⁹⁵ Bilag 22 Kommentar til bilag 20 & 21

⁹⁶ Bilag 23 Analytiker anbefalinger for Pandora

⁹⁷ THIELST, G. (2024, 8. januar). Investor: Pandora-aktien er billig. Børsen. https://borsen.dk/nyheder/investor/investorer-begejstrede-for-pandoras-vaekst?b_source=virksomheder&b_medium=row_2&b_campaign=list_2

⁹⁸ Bilag 4 Smykkemarkedets forventede vækst frem mod 2028

⁹⁹ 6.500 virksomheder har talt: Inflation, geopolitik og pengepolitik er de største usikkerheder i år. (s.d.). Dansk Industri. <https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2023/4/6500-virksomheder-har-talt-inflation-geopolitik-og-pengepolitik-er-de-storste-usikkerheder-i-ar/>

6.2 Kritik af DCF-modellen

Discounted cash flow modellen er som nævnt et godt værktøj i arbejdet med at værdiansætte et selskab, men den har også sine svagheder. Modellen bygger blandt andet på en række estimer og forventninger til fremtiden, som der er ingen garanti for. Et godt eksempel på dette er fremskrivningsmetoden, som i første omgang bygger på en bladning af nogle analytikers forventninger og samtidig et gennemsnit af de sidste 10 års vækst. Men de sidste 10 års vækst er faktisk ikke nogen garanti for, at den fremtidige vækst vil fortsætte på samme måde. Dette er blot en forudsætning, som man bliver nødt til at have, når modellen benyttes. Dette blev også tydeligt at se i følsomhedsanalysen, hvor en lille ændring i den årlige vækst gav en helt anden teoretisk værdi af aktien. Desuden bruges den årlige vækstrate til at fremskrive omsætningen for de fremtidige år, som bruges til at fremskrive balancen og det fremtidige free cash flow. Dette er heller ikke nogen realistisk måde at gøre dette på, da der kan være mange årsager til ændringen i balancen.¹⁰⁰ Det samme gælder for resultatopgørelsen, hvor driftsomkostningerne beregnes på baggrund af EBIT og hvor stor en procentvis andel de forskellige poster i gennemsnit har udgjort førhen. Dette er også urealistisk, da alle omkostninger aldrig vil udvikle sig præcis som de har gjort førhen. Jo længere man kommer ud i fremtiden, jo sværere bliver det også at estimere al fremtidig vækst og det free cash flow for den sags skyld. Det er endvidere svært at vurdere hvordan f.eks. Pandoras Phoenix strategi vil påvirke den fremtidige indtjening.

Et helt andet problem i DCF-modellen er beregningen af WACC. Markedsværdien af egenkapitalen vil hele tiden ændre sig, da aktiekursen hele tiden bevæger sig i den eller anden retning. Derfor er det svært at finde den præcise markedsværdi af egenkapitalen. Ejernes afkastningskrav kan også hurtigt ændre sig på baggrund af CAPM-beregningen. Den risikofrie rente vil f.eks. være anderledes i en periode med lav inflation end i en periode med høj inflation og derfor højere renter på statsobligationer. Dette skyldes den aktuelle pengepolitik. Derudover kan betaværdien også beregnes på mange måder. Der

¹⁰⁰ Top 3 Pitfalls of Discounted Cash Flow Analysis. (s.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/investing/pitfalls-of-discounted-cash-flow-analysis/>

er f.eks. forskel på at kigge på en 1, 5 og 10-årig periode og forskel på om man måler kursudsvingene på daglig, ugentlig eller månedlig basis. Desuden er det også forskelligt hvilket indeks man vælger at sammenligne med.

Derudover er markedsværdien af gælden utrolig svær at fastsætte, uden at vide præcis hvilke lån virksomheden har. Her bliver man i stedet nødt til at tage udgangspunkt i den nettorentebærende gæld. Det kan desuden bemærkes, at WACC-formlen også kræver selskabsskatten for virksomheden, som kan variere meget for internationale virksomheder og derfor er svær at fastsætte.

Som angivet i følsomhedsanalyserne i figur 6, 7 og 8 kan det ses, at WACC har stor betydning for den teoretiske pris af aktien. Med så mange usikkerheder i WACC-formlen og dens store betydning for det endelige resultat, er det tydeligt at WACC må betegnes som en af DCF-modellens store svagheder. Denne svaghed i modellen kan være en af årsagerne til at der forekommer en forskel mellem den teoretiske værdi af aktien og dens aktuelle kurs.

Det bliver tydeligt at se hvordan DCF-modellen kan variere meget i resultat afhængig af hvordan de forskellige parametre bliver fastsat. For eksempel har Danske Bank fornyelig lavet en værdiansættelse af Pandora, hvor de vurderer at dens teoretiske værdi er 1.146 kr. pr. aktie¹⁰¹, hvilket tilfældigvis er kursen den 15. marts 2024.¹⁰² Denne opgave kom dog frem til at dens teoretiske værdi var 1.341,06 kr. pr. aktie. Dette viser, som tidligere nævnt, at DCF-modellen ikke bør benyttes alene, men bør suppleres af andre analyser, når man forsøger at værdiansætte en virksomhed.

¹⁰¹ Bilag 19 Danske Bank DCF af Pandora

¹⁰² Bilag 13 Pandora aktiekurs

7. Konklusion

Det kan hermed konkluderes, at Pandora er en af de største virksomheder i Danmark og verdens største smykkeproducent. Virksomheden blev grundlagt i 1982, med en enkelt butik, men har i dag mere end 6.700 forhandlere verden over. Med deres nye CEO Alexander Lacik i fronten, har Pandora lagt en strategi for at vækste mere i fremtiden og skabe et større kendskab til deres brand, gennem deres Phoenix strategi. Til at værdiansætte en virksomhed som Pandora findes der flere forskellige metoder, såsom substansværdimetoden, de relative værdiansættelsesmetoder og de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmetoder. Under sidstnævnte hører den såkaldte discounted cash flow model til, som blev brugt til at værdiansætte Pandora. På baggrund af DCF-modellen, blev Pandora beregnet til at have en teoretisk værdi på 109,44 mia. kr. hvilket gav en teoretisk værdi pr. aktie på 1.341,06 kr. Hermed viser den beregnede værdiansættelse at Pandoras aktie er undervurderet af aktiemarkedet med omkring 17% i forhold til dens beregnede værdi.

På baggrund af dette resultat, blev der foretaget følsomhedsanalyser, som viste, at den beregnede værdiansættelse er meget følsom overfor ændringer i både WACC og terminalvækste. Den årlige vækst og EBIT-marginen havde desuden også betydning for værdiansættelsen, men var dog ikke lige så følsomme.

Årsagerne til, at der forekommer afvigelser mellem markedsværdien og den teoretiske værdiansættelse kan være mange. En årsag kan blandt andet være, at investorerne er en smule udtrykke over for fremtiden, grundet de geopolitiske omstændigheder. Samtidig er Pandora prissat lige midt imellem dyrt og billigt (jvf. P/E værdi), men størstedelen af analytikere anbefaler stadigvæk køb. Dette indikerer en positiv forventning til Pandora. Dette understøttes af at der potentielt set er en up-side på 17% i forhold til den teoretiske værdiansættelse. Selve DCF-modellen kan dog også være med til at forklare forskydningen i markedsprisen og den teoretiske pris på aktien. Det skyldes, at modellen er meget følsom overfor små ændringer i blandt andet WACC og terminalvæksten. WACC er en meget stor usikkerhed i det, den bygger på en række forskellige estimater, som er meget subjektive. Derudover bygger store dele af DCF-modellen også på estimater, som

gør beregningen til meget usikker og kan derved være med til at forklare forskellen mellem markedsprisen og den beregnede teoretiske værdi af aktien.

8. Litteraturliste

Internetkilder

Eventualforpligtelser. (s.d.). Dinero. <https://dinero.dk/ordbog/eventualforpligtelser/>

Kapitalværdi: Tilbagediskontering. (s.d.). Dinero. <https://dinero.dk/ordbog/kapitalvaerdi/>

3.4 Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (s.d.). Skat.
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206>

4.1 DCF-modellen. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301>

4.1.1.4 Åbningsbalance og udarbejdelse af budgetter (udledning af cashflow). (s.d.). Skat.
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813216&chk=216301>

4.1.2.2. Risikofri rente. (s.d.). Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813218&chk=216301>

4.1.4. Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver og nettorentebærende gæld. (s.d.). Skat.
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813230&chk=216301>

4.3. Multipel værdiansættelse. (s.d.). Skat.
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813240&chk=216301>

4.3.1. Indtjeningsmultiple. (s.d.). Skat.
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813241&chk=216301>

6.500 virksomheder har talt: Inflation, geopolitik og pengepolitik er de største usikkerheder i år. (s.d.). Dansk Industri. <https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2023/4/6500-virksomheder-har-talt-inflation-geopolitik-og-pengepolitik-er-de-storste-usikkerheder-i-ar/>

Analyzing the Price-to-Cash-Flow Ratio. (s.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/articles/stocks/11/analyzing-price-to-cash-flow-ratio.asp>

Bergman, P. (2019, 15. Februar). Dansk gigant i problemer: Hyrer ny chef. Avisen.

https://www.avisen.dk/dansk-gigant-i-problemer-hyrer-ny-chef_538417.aspx

Beta: Definition, Calculation, and Explanation for Investors. (s.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

C.J.3.1.4 Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver og nettorentebærende gæld. (s.d.).

Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386880>

CAPM. (s.d.). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

Change in Net Working Capital (NWC). (s.d.). Waal street prep.

<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/change-in-net-working-capital-nwc/>

Consensus estimates. (s.d.). Pandora. <https://pandoragroup.com/investor/share-information/consensus-estimates>

Danske Aktier - marts 2024. (s.d.). Jyske Bank.

<https://www.jyskebank.dk/finansnyt/aktier/publikation/marts-2024>

DCF Model Training Free Guide: DCF Equity Value. (s.d.). Corporate Finance Institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/dcf-model-training-free-guide/>

Enkeltaktiver / Substansmetoden. (s.d.). Virksomhedskøber.

<https://virksomhedskober.dk/enkeltaktiver-substansmetoden/>

Eventualforpligtelser. (s.d.). Økonomi styrelsen. <https://oes.dk/statsregnskab/oekonomisk-administrativ-vejledning-oeav/regnskabsregler/passiver/eventualforpligtelser/>

Friss, L. & Manzano, N. (2023, 29. september). Her er Danmarks 1.000 største virksomheder. Berlingske. <https://www.berlingske.dk/virksomheder/se-listen-her-er-danmarks-1000-stoerste-virksomheder-0>

Frost, O. (s.d.). Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast. Dinfo. <https://dinfo.dk/afkast-paa-aktier-se-det-historiske-gennemsnitlige-afkast/>

GDP Growth (Annual %) World. (s.d.). Work Bank. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=1W>

J, Christensen. (2023, 12. December). eToro: Et fantastisk år for Pandora, men 2024 bliver anderledes. Euro Investor. <https://www.euroinvestor.dk/finanskommentar/etoro-et-fantastisk-aar-for-pandora-men-2024-bliver-anderledes>

Kristensen, M. (2018, 13. marts). Gavmild milliardær tjener styrtende på aktieoptur. Finans. <https://finans.dk/erhverv/ECE10512935/gavmild-milliardaer-tjener-styrtende-paa-aktieoptur/>

Larsen, T. (2024, 7. januar). Pandora opjusterer. Børsen. <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pandora-med-markant-opjustering-efter-staerkt-julesalg>

Likvide beholdninger. (s.d.). Økonomi styrelsen. <https://oes.dk/statsregnskab/oekonomisk-administrativ-vejledning-oeav/regnskabsregler/aktiver/likvide-beholdninger/>

Market multiple valuation of Pandora A/S (PNDORA | DNK). (s.d.). Infront analytics. <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/DK0060252690/Pandora-A-S/market-valuation>

Market value of debt. (s.d.). Corporate finance institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/market-value-of-debt/>

Market value of equity. (s.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/m/market-value-of-equity.asp>

Net present value. (s.d.). Corporate finance institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-present-value-npv/>

Net Present Value (NPV): What It Means and Steps to Calculate It. (s.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/n/npv.asp>

Net Working Capital. (s.d.). Corporate finance institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-net-working-capital/>

Pandora. (s.d.). Euroinvestor. <https://www.euroinvestor.dk/markedet/aktier/pandora/733>

Pandora A/S (PNDORA.CO). (s.d.). Yahoo finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?.tsrc=fin-srch>

Pandora-aktien er steget voldsomt det sidste års tid - men hvordan ser fremtiden ud for aktien?. (2024, 9. januar). Euro Investor. <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/pandora-aktien-er-steget-voldsomt-det-sidste-aars-tid-men-hvordan-ser>

Pandora aktier. (s.d.). Lær om aktier. <https://xn--lromaktier-d6a.dk/danske-aktier/pandora-aktier/>

Pandora Lab-Grown Diamonds. (s.d.). Pandora.

<https://pandoragroup.com/products/jewellery-materials/pandora-lab-grown-diamonds>

Pandora lancerer kollektion med laboratorieskabte diamanter. (s.d.). CSR.

<https://www.csr.dk/pandora-lancerer-kollektion-med-laboratorieskabte-diamanter>

Pandora valuation. (s.d.). Danske Bank. Excel fil

PNDORA • CPH Pandora. (s.d.). Google finance.

<https://www.google.com/finance/quote/PNDORA:CPH?sa=X&ved=2ahUKEwjS5YfTtrCFAXW2IxAIHf7JAnMQ3ecFegQIOhAf>

PNDORA.CO. (s.d.). Etoro. <https://www.eto.com/da-dk/markets/pndora.co/stats>

Prakash, T. (2023, 7. oktober). Dansk smykkegigant satser, men menneskeskabte diamanter mødes med skepsis. DR. <https://www.dr.dk/nyheder/penge/dansk-smykegigant-satser-men-menneskeskabte-diamanter-moedes-med-skepsis>

Prissætning af en virksomhed. (s.d.). Ivækst.

<https://ivaekst.dk/vaekst/5/3/1/9/0/prissaetning-af-en-virksomhed>

SALGSMODNING. (s.d.). Klar-revision. <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

Selskabsskat for ApS og A/S. (s.d.). Virksomheds guiden.

<https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/>

Statista. (2024). Jewelry - Worldwide. Statista.

<https://www.statista.com/outlook/cmo/accessories/watches-jewelry/jewelry/worldwide>

Statistik og dataudtræk over korte nettopositioner. (s.d.). Finanstilsynet.
<https://oam.finanstilsynet.dk/#!/stats-and-extracts-short-net-positions>

The Pandora story. (s.d.). Pandora. <https://pandoragroup.com/about/pandora-in-brief/the-pandora-story>

THIELST, G. (2024, 8. januar). Investor: Pandora-aktien er billig. Børsen.
https://borsen.dk/nyheder/investor/investorer-begejstrede-for-pandoras-vaekst?b_source=virksomheder&b_medium=row_2&b_campaign=list_2

Top 3 Pitfalls of Discounted Cash Flow Analysis. (s.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/investing/pitfalls-of-discounted-cash-flow-analysis/>

Værdiansættelse af virksomhed. (s.d.). Legal desk.
<https://www.legaldesk.dk/erhverv/virksomhedsoverdragelse/vaerdiansaettelse-af-virksomhed>

WACC. (s.d.). Corporate finance institute.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>

WACC ekspertgruppe. (2016). Forrentningen af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC). Folketinget.
<https://www.ft.dk/samling/20151/almdel/efk/bilag/303/1639966.pdf>

What Is Present Value in Finance, and How Is It Calculated?. (s.d.). Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/p/presentvalue.asp>

Aarhus Universitet. (s.d.). Værdiansættelsesmodeller - Generelt. Studoku.
<https://www.studocu.com/da/document/aarhus-universitet/regnskabsanalyse/vaerdiansaettelsesmodeller-generelt/7188852>

Bøger

15. Analyse af rentabilitet. (2023). I: J. Hassing (Red.), Virksomhedsøkonomi. Systime.
<https://virksomhed.systime.dk/?id=722>

Andersen, P. (2017). Værdiansættelse af virksomheder og aktier (2. udg.). Jurist- og økonomiforbundets forlag.

Rye, L. & Østergaard, J. (2023). Investering i aktier. I: Å. Østergaard & L. Rye (Red.), Finansiering C og B. Systime. <https://finansiering.systime.dk/?id=152>

Videoer

Eric Andrews. (2016, 3. august). Sensitivity Analysis - Microsoft Excel [Video]. Youtube.
https://www.youtube.com/watch?v=N924D6tGOG8&ab_channel=EricAndrews

hey i'm aaron. (2019, 2. maj). How to Calculate Beta In Excel - All 3 Methods (Regression, Slope & Covariance) [Video]. Youtube.
https://www.youtube.com/watch?v=vr1lQeKX8Mc&ab_channel=heyi%27maaron

Kenji Explains. [Tidspunkt: 23:20]. (2022, 3. juli). Build A Full Discounted Cash Flow Model for a REAL Company [Video]. Youtube.
https://www.youtube.com/watch?v=77xkumpio48&ab_channel=KenjiExplains

Årsrapporter

Pandora. (2013). Pandora Annual Report 2013.

Pandora. (2014). Pandora Annual Report 2014.

Pandora. (2015). Pandora Annual Report 2015.

Pandora. (2016). Pandora Annual Report 2016.

Pandora. (2017). Pandora Annual Report 2017.

Pandora. (2018). Pandora Annual Report 2018.

Pandora. (2019). Pandora Annual Report 2019.

Pandora. (2020). Pandora Annual Report 2020.

Pandora. (2021). Pandora Annual Report 2021.

Pandora. (2022). Pandora Annual Report 2022.

Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

9. Bilag

9.1 Bilag 1 Formel for net working capital.

Net Working Capital Formula

There are a few different methods for calculating net working capital, depending on what an analyst wants to *include* or *exclude* from the value.

Formula:

Net Working Capital = Current Assets – Current Liabilities

or,

Formula:

Net Working Capital = Current Assets (less cash) – Current Liabilities (less debt)

or,

NWC = Accounts Receivable + Inventory – Accounts Payable

Kilde: Net Working Capital. (s.d.). Corporate finance institute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-net-working-capital/>

9.2 Bilag 2 Pandoras gennemsnitlige vækstrate de sidste 10 år

År	Omsætning i mio. DKK	Vækstrate
12/13	9010	-
13/14	11942	33%
14/15	16737	40%
15/16	20281	21%
16/17	22781	12%
17/18	22806	0%
18/19	21868	-4%
19/20	19009	-13%
20/21	23394	23%
21/22	26463	13%
22/23	28139	6%
Gennemsnit		13,16%

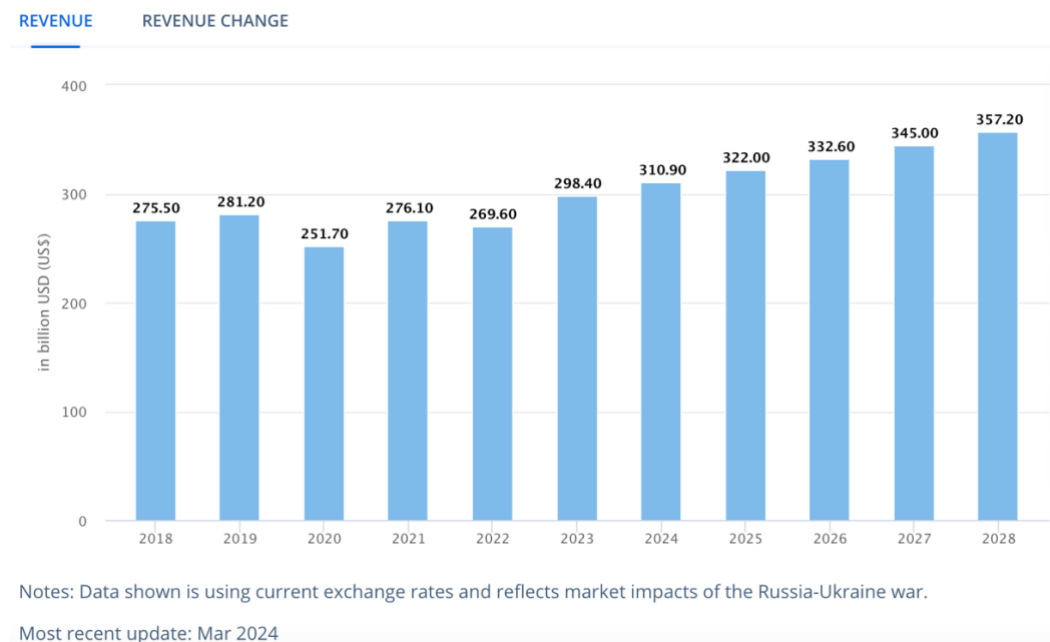
Kilde: Egne beregninger foretaget i Excel

9.3 Bilag 3 Beregning af Pandoras fremtidige årlige vækst

Omsætning i mio. DKK	22/23	E23/24	E24/25	E25/26	Gennemsnitlig årlig vækst i %
Pandora	28.136	30.767	33.442	36.158	8,72%
Jyske Bank	28.136	32.354	32.521	36.247	8,99%
Historiske vækst 10 år	28.136	31.840	36.031	40.774	13,16%
Gennemsnit	28.136	31.654	33.998	37.726	10,29%

Kilde: Beregninger foretaget i Excel

9.4 Bilag 4 Smykkemarkedets forventede vækst frem mod 2028



Kilde: Statista. (2024). Jewelry - Worldwide. Statista.

<https://www.statista.com/outlook/cmo/accessories/watches-jewelry/jewelry/worldwide>

9.5 Bilag 5 Pandoras gennemsnitlige EBIT-margin sidste 6 år

Pandora	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Gennemsnit
EBIT-margin	28%	18%	14%	25%	25,5%	25%	22,5%

Kilde: Egne beregninger foretaget i Excel

9.6 Bilag 6 Jyske Banks forventninger til Pandoras EBIT-margin

Jyske Bank	E23/24	E24/25	E25/26	Gennemsnit
EBIT-margin	21%	21%	21%	21,0%

Kilde: Beregning af Jyske Banks tal

Danske Aktier - marts 2024. (s.d.). Jyske Bank.

<https://www.jyskebank.dk/finansnyt/aktier/publikation/marts-2024>

9.7 Bilag 7 Driftsomkostningernes gennemsnitlige størrelse sidste 6 år

	Udgør af omkostninger i alt %						Gennemsnit
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	
Omkostninger i alt, DKK million	-16.375	-18.041	-16.325	-17.555	-19.720	-21.098	100%
Cost of sales	36%	33%	28%	32%	32%	28%	32%
Sales, distribution and marketing expenses	50%	52%	56%	57%	57%	60%	55%
Administrative expenses	14%	15%	16%	12%	11%	11%	13%

Kilde: Egne Beregninger

9.8 Bilag 8 Prognose for resultatopgørelse frem til EBIT

DKK million	Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT					
	E23/24	E24/25	E25/26	E26/27	E27/28	E28/29
Revenue	31.032	34.225	37.748	41.632	45.917	50.642
Growth, %	10,29%	10,29%	10,29%	10,29%	10,29%	10,29%
Cost of sales	-7.588	-8.369	-9.230	-10.180	-11.227	-12.383
Sales, distribution and marketing expenses	-13.305	-14.674	-16.184	-17.850	-19.687	-21.713
Administrative expenses	-3.143	-3.466	-3.823	-4.217	-4.651	-5.129
EBIT	6.996	7.716	8.510	9.386	10.352	11.418
EBIT-margin	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%

Kilde: Egne beregninger

9.9 Bilag 9 Andel af omsætningen for balancen

	Andel af omsætning, %			
	20/21	21/22	22/23	Gennemsnit
Non-current assets	53,67%	53,97%	56,16%	54,60%
Current assets	25,60%	29,21%	28,43%	27,75%
Inventories	12,79%	15,91%	14,81%	14,50%
Trade receivables	4,31%	4,77%	4,77%	4,62%
Right-of-return assets	0,30%	0,20%	0,20%	0,23%
Derivative financial instrun	0,29%	0,87%	0,31%	0,49%
Income tax receivable	0,29%	0,59%	0,37%	0,41%
Other receivables	3,15%	3,87%	3,02%	3,35%
Cash	4,46%	3,00%	4,97%	4,14%
Total assets	79,26%	83,18%	84,59%	82,34%
Equity	29,93%	27,08%	19,03%	25,35%
Non-current liabilities	14,08%	13,85%	36,92%	21,62%
Current liabilities	35,25%	42,26%	28,63%	35,38%
Provisions	0,11%	0,08%	0,08%	0,09%
Refund liabilities	3,09%	2,37%	2,56%	2,68%
Contract liabilities	0,70%	0,51%	0,66%	0,62%
Loans and borrowings	4,96%	16,85%	5,08%	8,96%
Derivative financial instrun	0,89%	0,28%	0,45%	0,54%
Trade payables	13,97%	11,83%	11,41%	12,40%
Income tax payable	4,29%	4,04%	2,07%	3,47%
Other payables	7,24%	6,30%	6,30%	6,61%
Total equity and liabilities	79,26%	83,19%	84,58%	82,34%

Kilde: Egne beregninger foretaget i Excel

9.10 Bilag 10 Beta værdi for Pandora fra forskellige hjemmesider

	Beta værdi
Yahoo finance (5 år)	1,64
Etoro	0,7537
Infornt Analytics (3 år)	1,23

Kilde: Pandora A/S (PNDORA.CO). (s.d.). Yahoo finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?.tsrc=fin-srch>

Market multiple valuation of Pandora A/S (PNDORA | DNK). (s.d.). Infront analytics.

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/DK0060252690/Pandora-A-S/market-valuation>

PNDORA.CO. (s.d.). Etoro. <https://www.etoro.com/da-dk/markets/pndora.co/stats>

9.11 Bilag 11 CAPM-beregning

Virksomhed: Pandora	
Beregning af forventet afkast ud fra CAPM	
$R = (R_m - R_f) * \beta + R_f$	
$R = (7,35 - 2,25) * 1,32 + 2,25$	
$R = 5,10 * 1,32 + 2,25$	
$R = 8,982$	
RRR=Required rate of return	

Kilde: Egne beregninger i Excel.

9.12 Bilag 12 Pandora gældsrente

Financial expenses	1.056
Total Liabilities	18.443
Gældsrenten	5,73%

Kilde: Egne beregninger og Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

9.13 Bilag 13 Pandora aktiekurs

Markedsoversigt > Pandora

1.096,00 DKK

+ Følg

-61,50 (-5,31 %) ↓ seneste måned

5. apr., 17.00 CEST • Ansvarsfraskrivelse



Kilde: PNDORA • CPH Pandora. (s.d.). Google finance.

<https://www.google.com/finance/quote/PNDORA:CPH?sa=X&ved=2ahUKEwjS5YfTtrCFAXW2IxAIHf7JAnMQ3ecFegQIOhAf>

9.14 Bilag 14 Markedsværdi af egenkapital

Aktiekurs pr 15 marts	1.146
Antal aktier i tusinde	81.610
Egenkapital værdi i mio.	93.525

Kilde: Egne beregninger

9.15 Bilag 15 Nettorentebærende gæld Pandora

Interest-bearing debt	11.167
Cash	1.397
Nettobærende gæld i mio.	9.770

Kilde: Egne beregninger i Excel og Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023.

9.16 Bilag 16 BNP-vækst i verden de sidste 30 år

World average annual GDP growth			
1992	1993	1994	1995
2,05%	1,84%	3,33%	3,08%
1996	1997	1998	1999
3,58%	3,92%	2,86%	3,55%
2000	2001	2002	2003
4,53%	2,03%	2,30%	3,11%
2004	2005	2006	2007
4,47%	4,01%	4,44%	4,38%
2008	2009	2010	2011
2,06%	-1,36%	4,53%	3,32%
2012	2013	2014	2015
2,70%	2,80%	3,07%	3,07%
2016	2017	2018	2019
2,79%	3,40%	3,28%	2,59%
2020	2021	2022	Gennemsnit
-3,06%	6,23%	3,09%	2,97%

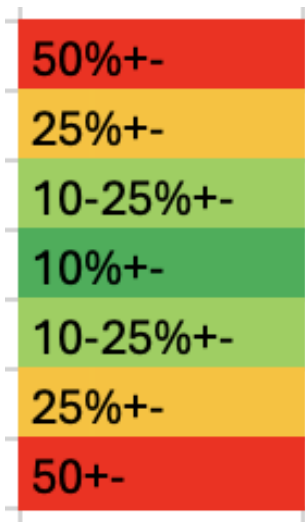
Kilde: Egne beregninger foretaget i Excel og GDP Growth (Annual %) World. (s.d.). Work Bank. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=1W>

9.17 Bilag 17 Terminal værdien

Terminal værdi	=	$\frac{FCF_n \cdot (1+g)}{WACC - g}$	=	$FCF_n \cdot (1 + g)$
				8.488,48 * (1 + 3,00%)
Udregning af terminal værdien efter år 10:	=			8.743,14
Terminal værdi:		8.743,14		
		0,0855 -		0,030
Terminal værdi:	157.395,95			

Kilde: Egne beregninger

9.18 Bilag 18 Farvekodningskema



Kilde: Excel ark

9.19 Bilag 19 Danske Bank DCF af Pandora

Pandora - Valuation Summary		
Calculation of DCF	DKKm	Per share
Explicit period	27,055	328
Growth period 1	21,743	263
Growth period 2	16,975	205
Growth period 3	12,702	154
Fade period	4,896	59.3
Sust period	4,504	54.5
Firm value	87,876	1,064
Net debt	-6,329	-76.6
Minorities	0.00	0.00
Associates	0.00	0.00
Other	1,096	13.3
Total adjustments	-5,234	-63.4
Equity value	82,642	1,000
Equity value, 12 mths	90,840	1,100
Mkt Cap/Share price	94,670	1,146

Kilde: Pandora valuation. (s.d.). Danske Bank.

9.20 Bilag 20 Regnskabsrelaterede nøgletal for Pandora 2023

Regnskabsrelaterede nøgletal Pandora	
Rentabilitet	
Overskudsgrad, %	26%
Aktivernes omsætningshastighed, g	1,18
Afkastningsgrad, %	31%
Gældsrente, %	5,73%
Egenkapitalens forrentning, %	116%
Gearing, g	3,44
Likviditetsgrad	77%
Soliditetsgrad	23%
Gældsandel	77%

Kilde: Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023. & Rye, L. & Østergaard, J. (2023).

Investering i aktier. I: Å. Østergaard & L. Rye (Red.), Finansiering C og B. Systime.

<https://finansiering.systime.dk/?id=152> & 15. Analyse af rentabilitet. (2023). I: J. Hassing

(Red.), Virksomhedsøkonomi. Systime. <https://virksomhed.systime.dk/?id=722>

9.21 Bilag 21 Børsrelaterede nøgletal for Pandora 2023 / 2024

Børsrelaterede nøgletal Pandora	
Resultat pr aktie	58,08 kr.
Price/earning	19,73 kr.
Indre værdi pr. aktie	65,62 kr.
Kurs/indre værdi	17,46 kr.
Cash flow pr aktie	90,48 kr.
Kurs/cash flow	12,67 kr.

Kilde: Pandora. (2023). Pandora Annual Report 2023. & Rye, L. & Østergaard, J. (2023).

Investering i aktier. I: Å. Østergaard & L. Rye (Red.), Finansiering C og B. Systime.

<https://finansiering.systime.dk/?id=152> & 15. Analyse af rentabilitet. (2023). I: J. Hassing

(Red.), Virksomhedsøkonomi. Systime. <https://virksomhed.systime.dk/?id=722>

9.22 Bilag 22 Kommentar til bilag 20 & 21

Som det fremgår af bilag 20, ser Pandoras regnskabsrelaterede nøgletal på de fleste punkter tilfredsstillende ud. Pandora har her en stærk overskudsgrad, samt fornuftig afkastningsgrad sammenlignet med markedsrenten. Derudover er egenkapitalens forrentning ekstremt positiv på 116%. Dog kan det også ses, at Pandora har en utrolig stor gældsandel, i det gælden er næsten 3,5 gange så stor som egenkapitalen som set på gearingen, der er på 3,44 g. Dette kan virke bekymrende for nogle investorer, da det medfører at soliditetsgraden er på kun 23% og altså en smule under tommelfingerreglen på 30-40%.¹⁰³ Samtidig er likviditetsgraden på 77% og derved også under tommelfingerreglen på 100-150%. Det må derfor formodes at nogle af Pandoras anlægsaktiver er finansieret med kortfristet gæld, hvilket virker uhensigtsmæssigt. Dog kan det være, at Pandora har nogle gode aftaler med deres kreditorer om en lang kredittid.

I forhold til de børsrelaterede nøgletal ses det at resultatet pr. aktie er 58,08 kr., hvilket optimalt set bør sammenlignes med en sammenlignelig virksomhed for at kunne fortælle noget om virksomheden. Det bruges dog til at beregne P/E, som kan ses at være på omkring 19,73 kr. hvilket indikere en nogenlunde fair pris i forhold til finansieringsbogens holdning til en P/E under 20 er billig og over 20 er dyr.¹⁰⁴ Det betyder altså, at Pandora hverken er prissat for højt eller lavt, men et sted imellem. Det viser også at en investor, med den nuværende indtjening, vil have en tilbagebetalingstid på 20 år ca. på sin investering.

Det kan desuden ses, at Pandoras indre værdi pr. aktie er på 65,62 kr. hvilket vil sige at der er knyttet 65,62 kroners egenkapital til hver aktie. Her ses det også at kurs/indre værdi er 17,46 kr. hvilket viser at investorerne er villige til at betale hele 17,46 kr. for en krone af selskabets egenkapital, hvilket antyder at investorerne vurderer selskabet til at være mere værd end dens regnskabsmæssige værdi. Derudover er Cash flowet pr. aktie også beregnet til at være på 90,48 kr. pr aktie hvilket giver en kurs/cashflow på 12,67 kr. Dette antyder at investorer er

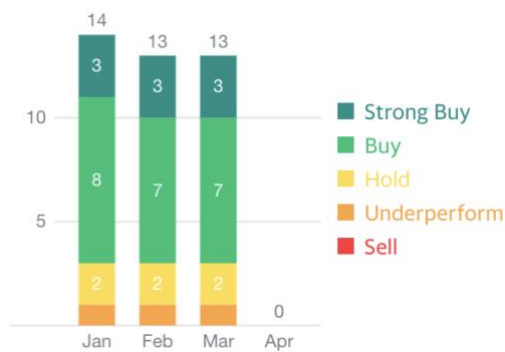
¹⁰³ (2023). I: J. Hassing (Red.), Virksomhedsøkonomi. Systime. <https://virksomhed.systime.dk/?id=722>

¹⁰⁴ Rye, L. & Østergaard, J. (2023). Investering i aktier. I: Å. Østergaard & L. Rye (Red.), Finansiering C og B. Systime. <https://finansiering.systime.dk/?id=152>

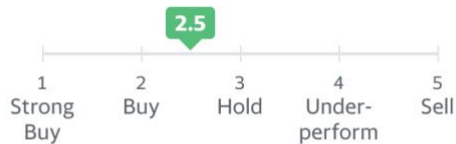
villige til at betale 12,67 kr. for en krone af virksomhedens cash flow. Kurs/cash flow bruges blandt andet, til at se på hvor dyr en aktie er i forhold til dens cash flow, da cash flow er sværere at manipulere med, end fx overskuddet grundet bogføringsregler og afskrivninger osv.¹⁰⁵

9.23 Bilag 23 Analytiker anbefalinger for Pandora

Recommendation Trends >



Recommendation Rating >



Analyst Price Targets (15) >



Kilde: Pandora A/S (PNDORA.CO). (s.d.). Yahoo finance.

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?.tsrc=fin-srch>

¹⁰⁵ Analyzing the Price-to-Cash-Flow Ratio. (s.d.). Investopedia.

<https://www.investopedia.com/articles/stocks/11/analyzing-price-to-cash-flow-ratio.asp>