

PANORAMA

INVEST

Opdatering oktober 2025:

Efter at være faldet fra vores salgsspris på 1.250 til 800, handler Pandora nu igen væsentligt under vores konservative estimat af fundamental værdi. Vi har derfor forsigtigt genkøbt aktien.

Opdatering februar 2025:

I første kvartal af 2025 afviklede Panorama Invest sin position i Pandora. Beslutningen blev truffet på baggrund af en markant kursstigning.

Vi ser ikke længere forholdet mellem risiko og afkast som værende attraktivt og vil derfor hellere allokere kapitalen til andre attraktive investeringer eller midlertidigt i obligationer.

Pandora kommer derfor på bænken og vi vil følge selskabet løbende. Vi er stadig meget positive på selskabet og mener at Pandora er et selskab af tilstrækkelig kvalitet. Hvis der på et senere tidspunkt skulle komme et gunstigt risiko/afkast-forhold vil vi med glæde investere i Pandora igen.

Nedenstående er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 27. november 2023 og tager udgangspunkt i de informationer og selskabets aktiekurs på daværende tidspunkt. Vi mener, at dette skriv giver læseren mulighed for bedre at forstå, hvordan vi tænker investering

Introduktion til vores investering i Pandora



Pandoras mission statement:

Then and today – is to offer women across the world a universe of high quality, hand-finished, modern and genuine jewelry products at affordable prices, thereby inspiring women to express their individuality.

Pandora, grundlagt i 1982, er en dansk smykkevirksomhed, der specialiserer sig i fremstilling, design og salg af smykker. Selskabet er verdenskendt for sine ikoniske charms/armbånd, der giver kunderne mulighed for at personificere smykkerne med deres egne unikke kombinationer.

I år 2000 introducerede Pandora sit charms/armbåndskoncept, Moments, og denne platform er i dag selskabets vigtigste med 66 pct. af omsætningen.

Pandora opererer på verdensplan med tilstedeværelse i over 100 lande, med over 32.000 ansatte og et omfattende distributionsnetværk, der inkluderer både fysiske butikker og en stærk online tilstedeværelse. De største markeder er USA, Storbritannien og Italien, som udgør lidt over halvdelen af salget.

Smykkerne produceres på Pandora's to faciliteter i Thailand, der pumper mere end 100 millioner smykker ud om året, og et tredje på vej i Vietnam, der forventes at udvide produktionen med 60 millioner smykker om året.

PANORAMA

INVEST

Forretningsmodel, konkurrencefordele og kvalitet

I 2006 åbnede Pandora sin første konceptbutik. I dag er der over 2.500 konceptbutikker, hvor størstedelen kontrolleres og ejes af Pandora. I alt kommer ca. 72 pct. af omsætningen fra Pandora-ejede salgskanaler. Udover konceptbutikker sælger Pandora sine smykker via shop-in-shops, online og engros.

Billige produktionsomkostninger i Thailand og et kendt brand betyder, at Pandora er en meget profitabel forretning. I gennemsnit sælger Pandora sine smykker for lidt over fire gange så meget, som det koster at producere dem (76 pct. bruttomargin). Sammenligner man det tal med f.eks. Tiffany & Co. (inden de blev opkøbt af LVMH) eller Cartier-ejede Richemont, er tallene tættere på tre gange produktionsomkostning (65 pct. bruttomargin).

Pandora's meget høje profitabilitet skyldes bl.a. stordriftsfordele, deres effektive produktion i Thailand, et stærkt og velkendt brand, loyale kunder og en høj grad af kontrol over, hvor og hvordan smykkerne sælges.

Pandora's primære konkurrencefordele er:

- Et kendt brand
- Omkostningslederskab pga. produktionen i Thailand

Ledelse, strategi, aktiekursudvikling og kapitalallokering

Pandora ledes af CEO Alexander Lacik og CFO Anders Boyer. Vi har stor tillid til begge personer, til deres tidligere erfaringer og til ledelsens strategi for selskabet. Særligt sætter vi pris på, at de er datadrevne og metodiske i deres tilgang til strategi og til ændringer.

Ledelse og strategi for selskaber er altid meget vigtigt for os, og Pandoras historie er et eksempel på netop dette. Her er et ultrakort og ikke udtømmende overblik.

Perioden før den nuværende ledelse: I perioden efter Pandoras børsnotering i 2010 og indtil april 2019, hvor den nuværende ledelse tiltrådte, levede Pandora-aktien en omtumlet tilværelse (se aktiekursgraf nedenfor). Omsætning, indtjening og aktiekurs voksede markant op til 2016. Fra 2017 bøjede især profitabiliteten af og faldt frem mod 2019.

Pandoras aktiekurs



Source: LSEG Datastream

Dette var der mange årsager til, men måske kan man "noget firkantet" summe det op til, at selskabets tidligere ledelse ville lidt for meget på kort tid. Måske blev der introduceret for mange nye produkter med for få undersøgelser af, hvad der solgte. Måske blev der fokuseret for lidt på kronjuvelen, Moments. Måske lavede man opkøb af franchisebutikker lidt for brutalt til skade for motivationen hos franchisetagere, og måske var der for mange "discountkampagner", som fik forbrugere til at vente med køb til den næste kampagne.

Perioden under den nuværende ledelse: Efter sin tiltrædelse i april 2019, var strategien først at stabilisere selskabet gennem gradvis udfasning af for store discounts, fjerne en række produkter, som ikke solgte, lave store omkostningsbesparelser, som blev geninvesteret i blandt andet markant øget marketing, ved at satse på online salgskanalen og ved at gå tilbage til charms/armbånd. Den markant øgede marketingomkostning sænkede i første omgang profitmarginen. På længere sigt forventer vi at den øgede marketing vil understøtte omsætning og indtjening.

PANORAMA

INVEST

Ledelsens fase to er strategien, Phoenix, hvis mål er at vokse selskabets kernemarkeder samt at øge "brand desirability" og gøre Pandora til et rigtigt/bredere smykkebrand. Det er let at forstå motivationen for denne strategi, da charms/armbånd kun udgør 15-20 pct. af det samlede smykkemarked. Et af de nyeste tiltag er industrielt fremstillede diamanter, eller som Pandora siger "democratizing diamonds", som anvendes i flere smykke kategorier.

Hvis strategien med at gøre Pandora til et "rigtigt" smykkebrand for alvor lykkes, er der et massivt upside potentiale for selskabets aktiekurs, men det er også en vanskelig opgave, da Pandora i dag kun har en stor platform – Moments (armbånd). I vores værdiansættelsesmodeller tillægger vi kun en meget begrænset succes med den del af strategien - både for altid at være konservative, men også fordi, det er en svær opgave.

Kapitalallokering

Pandora har et meget højt afkast på den investerede kapital og en tilstrækkelig soliditet. Derfor kan selskabet konvertere en meget høj procentdel af overskuddet til frie pengestrømme. De frie pengestrømme bruges til udbytte og ikke mindst til aktietilbagekøb, hvilket er værdiskabende for aktionærer, så længe aktiekursen er væsentligt undervurderet.

Selskabet investerer også i nye butikker på de bedste lokationer efter nøje analyser af mange forskellige områder globalt, og den initiale investering i butiksindretning er hurtigt tjent hjem, hvorefter forretningen bidrager til omsætning og indtjening. Samtidig overtager selskabet jævnlige udvalgte butikker fra franchisetagere, når mulighederne er attraktive.

Største risici

- I modsætning til mange mere etablerede smykseselskaber har Pandora primært en smykkeplatform (Moments). Dette er en risiko, men samtidig en mulighed – jf. tidligere argumenter.
- Pandora er følsom over for uro og store valutakursstigninger i Thailand.
- Hvis sølvprisen stiger markant, kan det have stor betydning for salgspriser og måske profitmargin, men i forhold til de andre virksomheder i branchen er de muligvis bedre stillet, idet råvarepriser fylder en meget lille del af smykkets salgspris.
- Pandora er et cyklisk selskab, som henvender sig til middelklassen. En dyb recession vil sandsynligvis betyde en væsentlig salgsnedgang, men selskabet kan tåle en stor salgsnedgang pga. deres høje profitabilitet.

Pandora som investering

I værdiansættelsen af Pandora tager vi udgangspunkt i et forsigtigt/konservativt scenarie for omsætning, profitmargin og ser svagt stigende frie pengestrømme. Vi indregner som nævnt ikke, på nuværende tidspunkt, at Pandora for alvor får succes som bredt smykseselskab.

De fremtidige forventede pengestrømme giver en forrentning af den investerede kapital, som i nogen grad overstiger vores relativt høje afkastkrav til selskabet, og vi ser dermed Pandora som undervurderet. Når det er sagt, er Pandora ikke længere meget asymmetrisk prisfastsat i forhold til usikkerheden på prisfastsættelsen, hvilket afspejles i, at vi har reduceret selskabets vægtning i Fondens portefølje. I forhold til vores forklaring af strategien på hjemmesiden er denne gevinst nu geninvesteret i nye væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet.

Ansvarsfraskrivelse

Denne rapport og de præsenterede oplysninger er markedsføringsmateriale og skal ikke betragtes som investeringsrådgivning, en opfordring til at købe eller sælge finansielle produkter eller en garanti for fremtidige resultater. Investering indebærer risici, og historiske resultater er ingen garanti for fremtidige afkast.

Vi henviser dig til at læse prospektet og dokumentet med central information (PRIIP-dokumentet), inden du træffer en endelig investeringsbeslutning:

- [Dokument med central information \(PRIIP\)](#)
- [Prospekt](#)

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til markedsføring og informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

- **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
- **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
- **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
- **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.