

Aktiekommentar

Pandora

Neutral

Nedjusteret

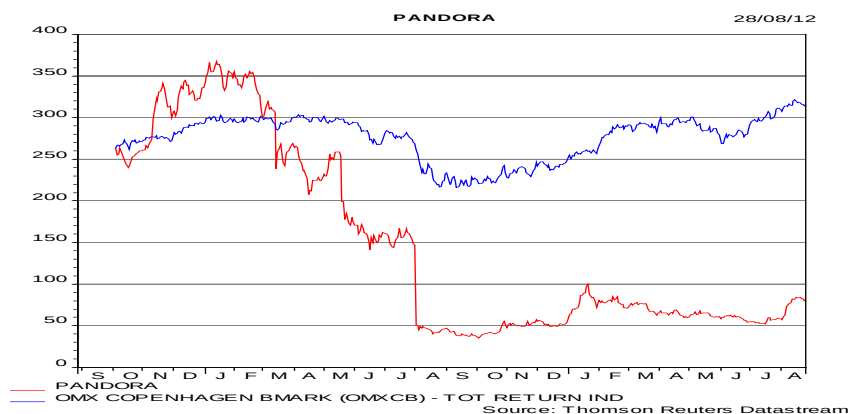
Begivenhed: Anbefalings-
ændring

Baggrund:

Aktuel kurs: 78,70 DKK

Gassen er gået af ballonen

Pandoras aktiekurs er siden selskabets 2. kvartalsregnskab den 7. august steget med 25%. Aktiekursen er dog faldet lidt tilbage fra en stigning på over 34% og vi vurderer, at effekten af den positive regnskabsoverraskelse er ved at aftage og risiciene begynder at titte frem igen i kursfastsættelsen. I forhold til vores værdiansættelse vurderer vi, at Pandora er fair værdiansat på det nuværende niveau. Vi nedjusterer til Neutral.



Konklusion:

Pandora leverede et bedre end ventet 2. kvartalsregnskab, men resultaterne gav efter vores vurdering ikke kun anledning til jubelstemning. Af positive tendenser kan bl.a. nævnes, at selskabets lagertiltag er gået som Pandora havde ventet. Salgsudviklingen til slutkunderne (sales-out) er stadig positivt i USA, og overraskende også positivt i Tyskland. Storbritannien og Australien viser fortsat svaghestegn, om end mindre end frygtet. Derudover afviser Pandora ikke en reevaluering af kapitalstrukturen, der kan betyde øget dividendeudbetaling. Vi ser dog også flere mindre positive tendenser. Bl.a. består en relativt stor andel af de tilbageleverede smykker af 'Ringe' og 'Andre smykker', hvilket igen bringer den tilbagevendende diskussion omkring Pandoras eksponering mod 'Charms' op til overfladen igen. Derudover så vi for første gang svaghestegn i salgsudviklingen i Asien, samt en meget svag udvikling i indtjeningsevnen i Europa.

Kan kineserne lide Pandora?

Udviklingen i Asien overraskede os med en uventet tilbagegang. Udviklingen kan dog skyldes periodeforskydninger, på trods af, at vi har oplevet vækst i regionen i alle kvartaler vi har data for. Salget lå endnu ikke på et højt niveau, og vi forventede, at butiksåbninger og generel stigende eksponering mod de asiatiske forbrugere ville have skabt så

Pandora, nr. 7 / 2012
Nicolaj Jeppesen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 69
nicolaj.jeppesen@sydbank.dk
28-08-2012, kl.: 12:20

sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

stærk en grundvækst, at den samlede udvikling alt andet lige ville have vist en væsentlig stærkere tendens. På trods af Pandoras udtalelser om fokus på kvalitet frem for kvantitet i distributionen, frygter vi, at der allerede skal "kæmpes" hårdere for at tiltrække kompetente forhandlere og kunder til butikkerne i bl.a. Kina og Japan. Dette kan betyde, at resultaterne i Asien først vil vise sig betydeligt senere end vi oprindeligt havde forventet..

Lagerkampagnen lægger et forstyrrende slør over resultaterne

Et af de klare resultater af lagerkampagnen er, at det i høj grad er 'Ringe' og 'Andre smykker', der er leveret tilbage. Det sætter Pandora i en situation, hvor en stor del af salget af smykker i andre kategorier end 'Charms' og 'Armbånd' sidste år blev solgt til lager. Vi vurderer, at forhandlerne vil udvise større forsigtighed omkring lageropbygning i fremtiden. Pandoras store nedtur i sommeren 2011 har bl.a. fået selskabet til at arbejde med relationerne til forhandlerne, og vi vurderer, at styrkeforholdet mellem Pandora og forhandlerne er ændret til forhandlerens fordel. Det kan efter vores vurdering betyde, at muligheden for at sprede brandet ud bliver sværere i fremtiden. Risikoen, der ligger i at købe nye produktkategorier, som tidligere har vist sig som fiaskoer, ligger stadig frisk i erindringen hos mange forhandlere, og Pandora har efter vores vurdering en stor udfordring i at overtale forhandlerne til at tage de chancer, der må forbindes med at købe andet end 'Charms' og 'Armbånd'. Vi forventer ikke, at Pandora vil lægge den samme hårde linje, som selskabet tidligere har været kendt for. Vi forventer dermed, at andelen af 'Charms' og 'Armbånd', som andel af det totale salg, vil vokse i den kommende tid. Et andet spørgsmål, der relaterer sig til lagerkampagnen er i hvor høj grad andelen af afskibede varer reelt dækker over "efterspørgsel". Sagt på en anden måde; ville billedet have været det samme, hvis forhandlerne havde fået mulighed for at få en kontant kompensation frem for nye smykker? Vi er skeptiske. Pandora har også påpeget det problematiske i bare at lægge værdien af de returnerede smykker til det reelle salg i perioden for at få et korrekt billede af efterspørgslen. Vi forventer, at indkøbsmønstret blandt forhandlerne vil være et væsentligt risikoelement i de kommende kvartaler, og vil være med til at lægge en dæmper på kursudviklingen.

Stadig potentiale i USA og Tyskland rejser sig fra asken

Et to-cifret fald i omsætningen prægede alle markeder i 2. kvartal (når der ses bort fra valutagevinster). Dog forstyrrer lagerkampagnens effekter væsentligt, og både USA og Tyskland kan fremvise vækst i 'sales-out' (salg fra konceptbutikker, der har været åbent i mere end et år). Vækstraten ser dog ud til at være aftagende i USA, og udtalelser fra bl.a. Signet Jewelers, som forhandler Pandoras smykker, antyder, at Pandora-salget er modnet i visse geografiske regioner i USA. Af Pandoras amerikanske salg kommer omkring 80% dog fra vestkysten, og der ligger således stadig et stort potentiale, hvis Pandora for alvor kan slå igennem på østkysten. I Tyskland oplever Pandora et tiltrængt lyspunkt; sales-out fra konceptbutikker stiger. Fokus har det seneste års tid været rettet mod konceptbutikker og andre brandede forhandlere, mens mange små forhandlere bliver lukket ned. Pandora har stadig langt til målet på det tyske marked, men salgshallene fra konceptbutikkerne giver dog de første spæde tegn på, at strategien begynder at bære frugt.

Risiciene vejer tungere

Efter en særdeles positiv udvikling i aktiekursen den seneste måned vurderer vi, at de bedre end ventede resultater fra 2. kvartal i høj grad er indregnet i kursen. Vi vurderer samtidig, at nyhedsstrømmen vil være relativt begrænset frem mod 3. kvartalsregnskab, og at risikoelementerne igen vil få relativt mere opmærksomhed og vil holde den positive kursudvikling i skak. Vi ser stadig positivt på den langsigtede restruktureringscase, men lagerkampagnen og omstrukturering af butiksbasen gør resultaterne særdeles svære at fortolke. Med de risici, der fortsat er i den underliggende forretning og med den kraftige kursreaktion, som vi har oplevet på det seneste, anbefaler vi investorer, at tage toppen af eksponeringen i Pandora. Vi nedjuster til Neutral.

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 42 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end branchen	12 måneder	41,5%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	39,0%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	19,5%

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

På brancheniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%
Neutral	På linje med aktiemarkedet	12 måneder	40,0%
Undervægt	Dårligere end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

	Industri Overvægt	Cyklisk forbrug Neutral	Stabilt forbrug Neutral	Sundhed Overvægt	Finans Overvægt	IT Undervægt	Telekommunikation Undervægt
Overvægt	A. P. Møller Mærsk DSV FLSmidth GN Store Nord Rockwool Securitas Volvo	Bang & Olufsen	Carlsberg Novozymes	H. Lundbeck Novo Nordisk	Alm. Brand Danske Bank Tryg	SimCorp	TDC
Neutral	Auriga Industries NKT Holding Solar Vestas	Hennes & Mauritz IC Companys Pandora	Chr. Hansen Royal Unibrew	Alk Abello Coloplast	Nordea SEB Topdanmark	Ericsson Nokia	
Undervægt	D/S Norden Group 4 Securicor SAS Scania TORM William Demant		ØK		Sv Handelsbanken		

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.