

Aktiekommentar Pandora



Køb

Uændret

Aktuel kurs:

289,60 DKK

Begivenhed:

Kapitalmarkedsdag i London

Ny tendenser giver Pandora nye muligheder

Vi fastholder Købs-anbefalingen på Pandora. Pandora har afholdt kapitalmarkedsdag i London og overordnet anser vi størstedelen af meldingerne fra Pandora på kapitalmarkedsdagen som opløftende. Vi vurderer fortsat, at Pandora vil være i stand til at overgå helårsprognosen.

Baggrund:

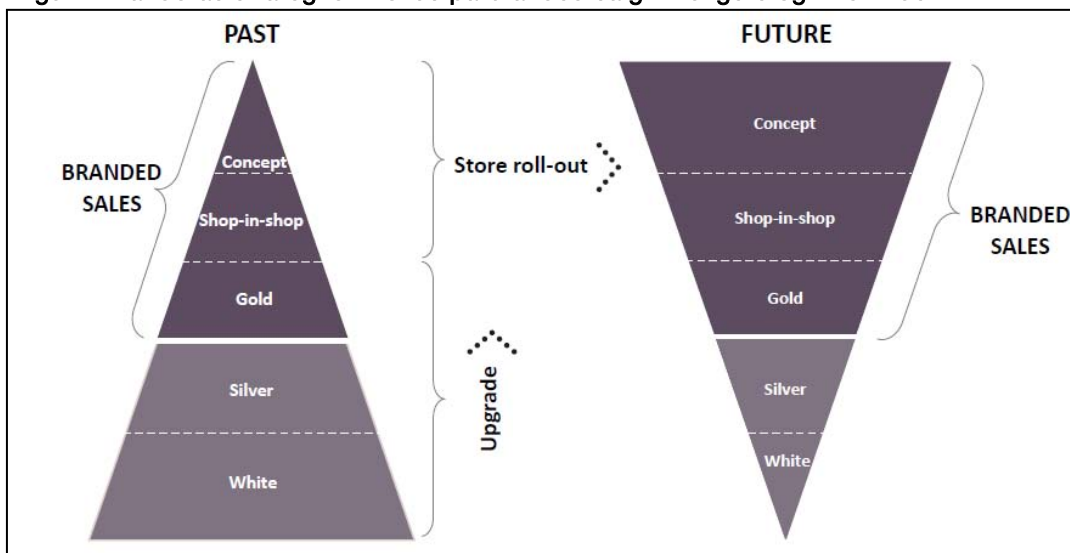
Pandora har i går afholdt kapitalmarkedsdag i London. Pandora fokuserede i forbindelse med kapitalmarkedsdagen på følgende punkter:

- Strategi
- Design
- Markedsføring
- USA

Konklusion:

På det strategiske plan hæfter vi os især ved Pandoras fortsatte fokus på det brandede salg, der efter vores vurdering er en væsentlig vækstdriver for Pandora og et vigtigt led i bestræbelserne på, at brede Pandoras forretning og brand ud. Vi hæfter os dog ved, at Pandora i modsætning til tidligere, hvor selskabet i høj grad fokuserede på åbning og opgradering af de mindre forhandlere, nu i højere grad fokuserer på direkte åbning af forhandlere, der enten udelukkende forhandler Pandora-smykker (konceptbutikker) eller har et relativt stort butiksareal dedikeret til Pandora-smykkerne (Shop-in-shop og 'Gold'-butikker) jf. figur 1.

Figur 1. Pandoras strategi om fokus på brandet salg – tidligere og i fremtiden



Kilde: Pandora

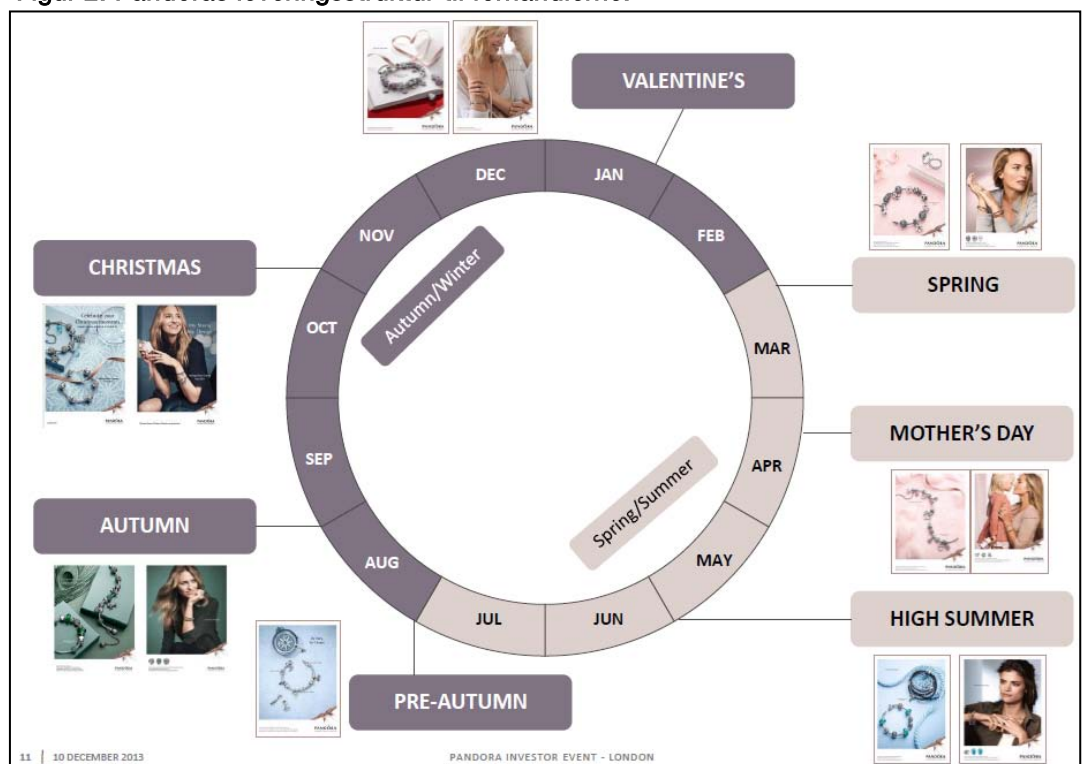
Konceptbutikker og shop-in-shops er karakteriseret ved en bedre kommerciel beliggenhed, flere kvadratmeter, stærkere visuel branding og et bredere sortiment. 'Gold'-butikkerne er

multi-brand smykkeforretninger, som afsætter en stor del af deres salgsområde alene til Pandoras produkter. 'Silver'- og 'White'-butikker er ligeledes multi-brand smykkeforretninger, men i modsætning til 'Gold'-butikkerne afsættes kun et mindre salgsområde til Pandoras produkter, ligesom den visuelle branding er svagere.

Salget i en konceptbutik, shop-in-shop og 'Gold'-butik er henholdsvis 32, 10 og 5 gange højere end for en 'White'-butik. Vi anser det derfor som positivt, at Pandora fokuserer på direkte åbning af konceptbutikker, Shop-in-shop og 'Gold'-butikker. En højere grad af brandede salgskanaler vil efter vores vurdering øge synligheden af Pandora-branded, ligesom et større salgsareal dedikeret Pandora-smykke øger sandsynligheden for mer-salg – herunder andre smykke-kategorier end armbånd og charms, som udgør ca. 80% af den samlede omsætning. Dermed vil opgradering af forhandlernetværket være med til at mindske risikoen i Pandora.

I forbindelse med risiko er det endvidere værd at bemærke, at Pandora siden 4. kvartal 2012 har øget antallet af leveringer til forhandlerne fra tidligere to til nu syv leveringer om året jfr. figur 2. Med syv leveringer til forhandlerne om året i forhold til tidligere "bare" to leveringer har Pandora bredt varestrømmen ud og dermed mindsket risikoen for, at forhandlerne "brænder inde" med varer, som Pandora kan være nødsaget til at tage tilbage. Vi ser positivt på den nye leveringsstruktur, der i højere grad holder Pandora-sortimentet opdateret ude ved forhandlerne med øget trafik i butikkerne og dermed større sandsynlighed for mer-salg til følge. Pandora lancerede i forbindelse med årets julelevering en helt nye kollektion (armbånd, charms, ringe, øreringe og halskæder) med navnet Essence Collection. Meldingerne på kapitalmarkedsdagen med hensyn til salget af 'Essence' seks uger inde i lanceringen virkede efter vores vurdering oplyftende.

Figur 2. Pandoras leveringsstruktur til forhandlerne.



Kilde: Pandora

Pandora gentog på kapitalmarkedsdagen, at selskabet vil være tro mod strategien om at fo-

kusere på affordable luxury-segmentet (prisvenlige smykker), og dermed ikke ændre den nuværende prisstruktur. Tilbage i 2010 og starten af 2011 hævede Pandora priserne på kollektionerne og lancerede nye kollektioner til højere priser i kølvandet på nogle succesfulde år samt stigende sølv og guldpriser. Den ændrede prisstruktur førte til en markant tilbagegang i salget med en nedjustering og en kursmæssig lussing til følge. Pandora har siden sænket priserne på kollektionerne og lanceret nye kollektioner til lavere priser jf. figur 3. Desuden har Pandora igennem 2012 "skudt genvej" til væksten ved gratis at lade Pandora-forhandlerne udskifte dyre og svært omsættelige smykker med billigere og formentlig lettere omsættelige smykker. Dermed fik Pandora relativt hurtigt opdateret forhandlerens sortiment. Pandoras omsætning har de seneste fire kvartaler vist fremgang, ligesom salget ud af Pandora-forhandlerne vokser solidt. Vi ser derfor positivt på meldingen om at beholde den nye prisstruktur.

Figur 3. Udviklingen i prisstrukturen for Pandora-smykkerne

	DV MIX BY PRICE RANGE			UNITS SOLD BY PRICE RANGE			REVENUE MIX BY PRICE RANGE		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<DKK 750	43%	60%	62%	93%	95%	96%	72%	78%	84%
Under DKK225	3%	13%	12%	34%	32%	27%	16%	16%	14%
DKK225 - DKK375	10%	19%	20%	27%	30%	36%	19%	22%	28%
DKK375 - DKK750	30%	29%	29%	31%	33%	33%	37%	40%	42%
DKK750 - DKK1500	16%	14%	13%	5%	4%	3%	11%	10%	8%
DKK1500 - DKK3750	16%	17%	16%	2%	1%	1%	12%	8%	6%
DKK3750 +	25%	9%	9%	0%	0%	0%	5%	4%	2%

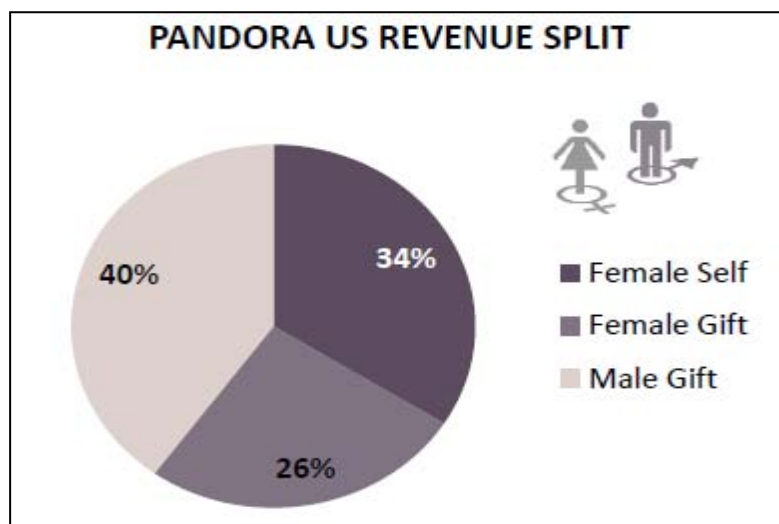
Kilde: Pandora

Udover åbningen af nye fysiske butikker, vil Pandora fremadrettet fokusere på åbningen af internet-baseret handel (e-handel). Pandora åbnede op for e-handel i Storbritannien for ca. ét år siden, men er sidenhen blevet lanceret i Tyskland og Østrig. Vi har indtrykket af, at lanceringen af e-handel i Storbritannien indtil videre har været en succes – herunder med meget få returløbninger. Vi hæfter os i den forbindelse ved, at 'same store'-salget (salget i de butikker, der har eksisteret mere end 12 måneder) ud af de fysiske konceptbutikker i Storbritannien har vist solid fremgang det seneste år, hvilket efter vores vurdering indikerer, at der ikke eller kun i begrænset omfang er sket en kannibalisierung af salget i de fysiske butikker med lanceringen af e-handel. Vi udelukker dog ikke, at der fremadrettet vil være en øget grad af kannibalisierung, hvilket er en potentiel risiko i forbindelse med lanceringen af e-handel. Vi ser dog e-handel som en særdeles vigtig salgskanal for Pandora fremadrettet. I den forbindelse er det værd at bemærke, at ca. 40% af salget i USA er mænd som køber Pandora-smykker som gave. Det mandlige gave-salg udgjorde i 2008 bare 5% af Pandoras samlede salg i USA jf. figur 3. Dermed har indkøbsmønstrene ændret sig radikalt fra tidligere overvejende selv-køb (kvinder køber deres egne smykker) til gave-køb, hvilket kan hænge sammen med smykke-koncepternes modenhed på markeder som det amerikanske. Vi vurderer, at især e-handel vil være en attrak-

tiv salgskanal for de mandlige gave-købere.

I relation til e-handel er det værd at hæfte sig ved, at 'Pandora Club' nu tæller 4,3 millioner medlemmer. Vi ser på linje med Pandora store muligheder i 'Pandora Club' i forhold til at opnå viden om det enkelte medlems købemønstre og præferencer og derigennem designe skræddersyede tilbud til det enkelte 'Club'-medlem.

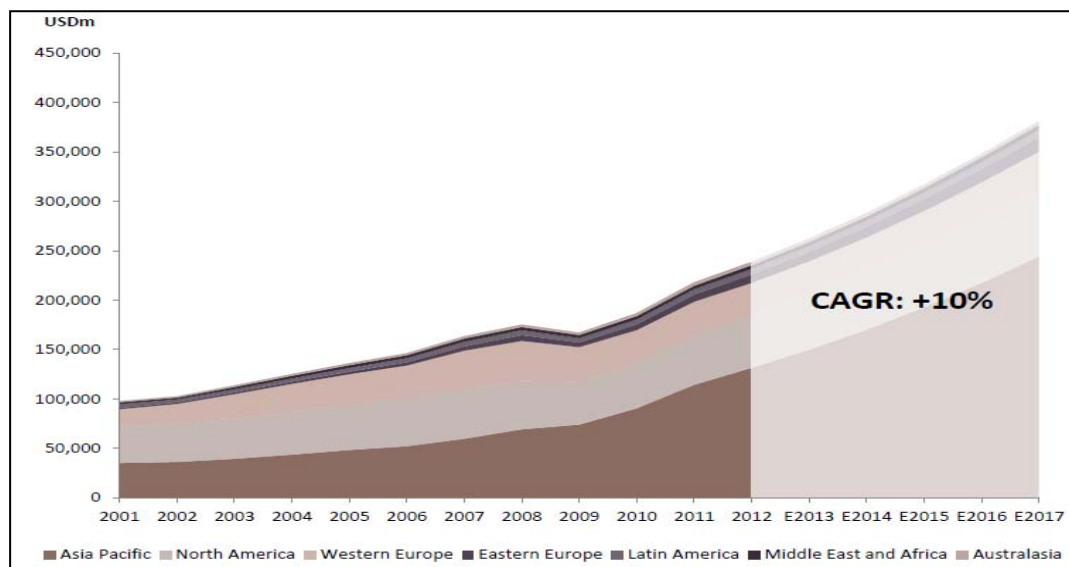
Figur 4. salgssplit for Pandora i USA



Kilde: Pandora

Udover en fokusering på de brandede salgskanaler vil Pandora i vid udstrækning fokuserer på nye interessante markeder. Der vil især være fokus på store men i Pandora-sammenhæng nye markeder som det franske og italienske marked. Hertil kommer et kæmpe potentiale på asiatiske markeder som det kinesiske og japanske markeder, som udgør en stor andel af det samlede globale smykke-marked jf. figur 5.

Figur 5. Det globale smykke-marked.



Kilde: Pandora

Som det fremgår af figur 5 er der et stort potentiale på det asiatiske marked, som fremadrettet vil vokse mere end 10% om året. Meldingerne fra Pandora på kapitalmarkedsdagen var dog relativt dæmpet i forhold til, hvor hurtigt Pandora for alvor vil forsøge at komme ind på vigtige asiatiske markeder som det kinesiske og japanske. I den forbindelse hæfter vi os ved, at Pandora-smykkerne i vid udstrækning appellerer mere til de vestlige forbrugere (eksempelvis juletema) end til de asiatiske forbrugere. Vi venter dog fremadrettet, at Pandora vil lancere smykke-koncepter, der appellerer mere til de asiatiske forbrugere og den asiatiske kultur. Det er dog endnu er for tidligt at vurdere, om Pandora vil få succes på det asiatiske marked.

På kapitalmarkedsdagen åbnede Pandora også op for udrulningen af et nyt butikskoncept fra 2. kvartal 2014, hvor en stor del af inventaret i de eksisterende butikker gradvist vil blive udskiftet. Omkostningerne til det nye butikskoncept ligger i gennemsnit på 60.000-80.000 EUR pr. butik (ca. dobbelt så meget for konceptbutikker). Omkostningerne vil i nogen grad – afhængig af forhandler og marked – blive delt mellem den enkelte forhandler og Pandora. Selvom Pandora understreger, at udrulningen af konceptet vil ske gradvist, synes omkostningerne til udrulningen (med antallet af brandede salgskanaler in mente) relativt omfattende. Selvom det nye koncept sandsynligvis vil øge trafikken i butikkerne og dermed salget, kan udrulningen af det nye butikskoncept efter vores vurdering få en negativ effekt på indtjeningen i enkelte kvartaler. Vi imødeser i den forbindelse kommentarer på status på udrulningen og effekten heraf på indtjeningen i anden halvdel af 2014.

De seneste meldinger fra Pandoras partnere/konkurrenter i Signet Jewelers og Tiffanys samt indikationer på et stærkt smykkesalg under 'Black Friday'-weekenden lover umiddelbart godt for Pandoras 4. kvartal. Hertil kommer de positive meldinger om lanceringen af den nye 'Essence'-kollektion. Med udsigt til et stærkt salg i 4. kvartal er det fortsat vores vurdering, at Pandora vil være i stand til at overgå egen helårsprognose.

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-group analyse 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 konjunkturfremtninger. 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.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 28 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorizont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheden i kategorien	12 måneder	46,4%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	39,3%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	14,3%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk Danske Bank Pandora Rockwool Vestas	DSV Hennes & Mauritz NKT Holding Nokia Nordea	Bang & Olufsen D/S NORDEN FLSmidth SAS
Defensive aktier	ALK-Abelló Carlsberg GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk Tryg	Chr. Hansen TDC Topdanmark	Coloplast Novozymes Royal Unibrew William Demant

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.

Investeringer er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

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, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.