



Ekonomiska vallgravar

Kenny Granath

kenny@aktiefokus.se

2014-03-26

Innehåll

- Vad är och vad är inte ekonomiska vallgravar
- Problem med vallgravar och hur tillämpar jag vallgravar
- Jämförelse mellan två bolag
- Spelteori för företag med ekonomiska vallgravar
- Ett till intressant bolag (i mån av tid)
- Lästips

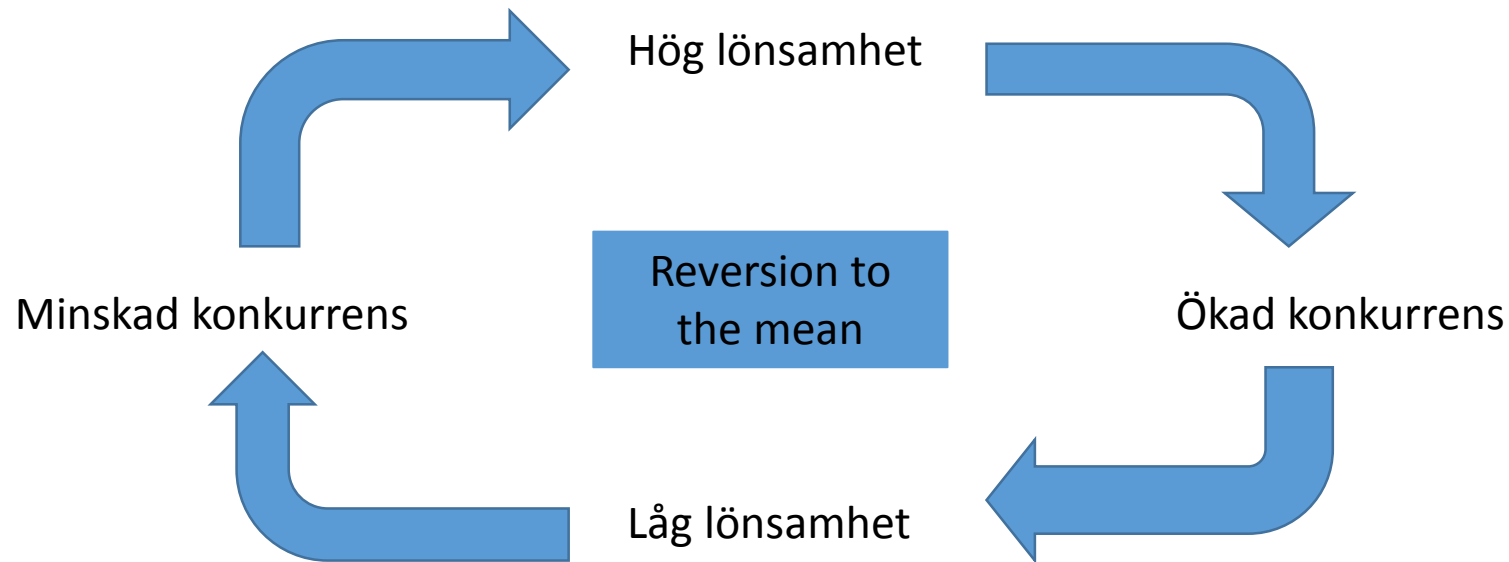
“The most important thing to me is figuring out how big a moat there is around the business. What I love, of course, is a big castle and a big moat with piranhas and crocodiles.”

- Warren Buffett

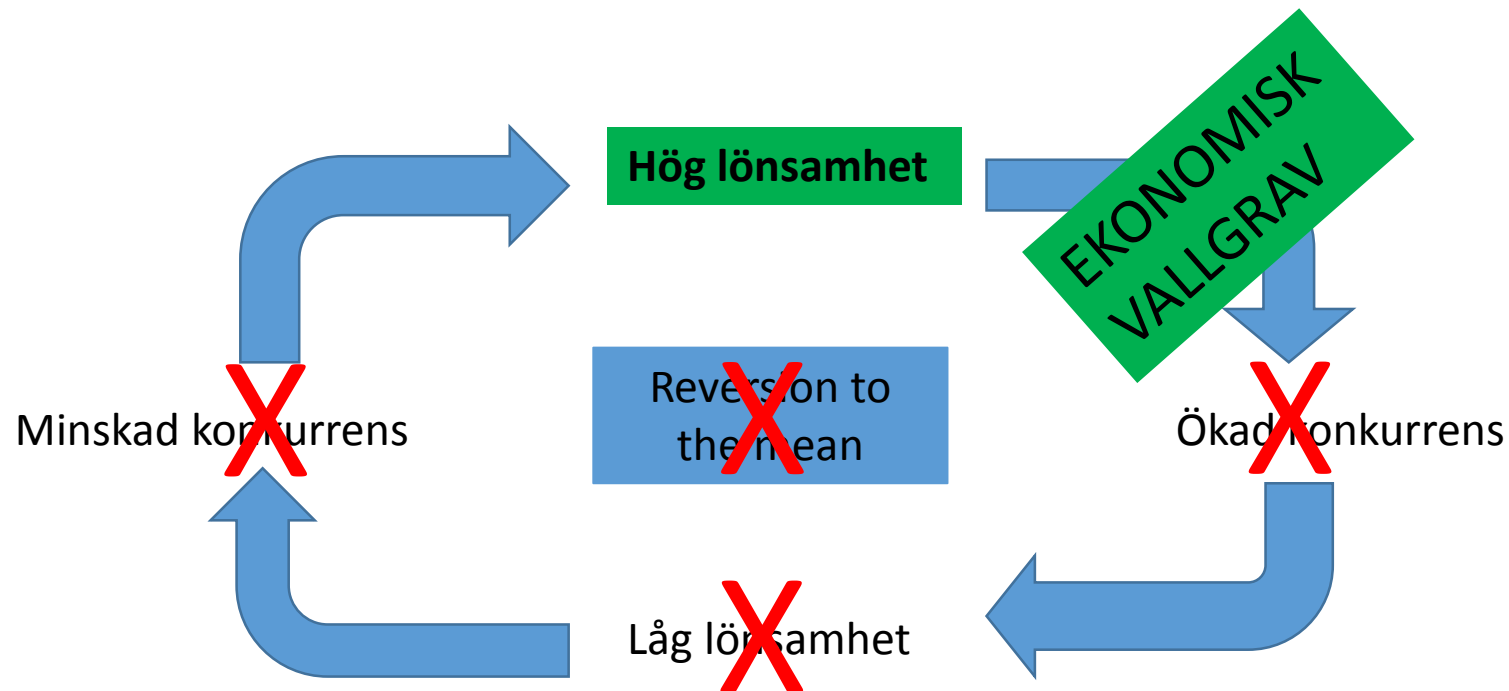


Konkurrenssituationen för ett bolag utan ekonomiska vallgravar

- På en marknad med välfungerande konkurrens drivs lönsamheten mot kapitalkostnaden



Konkurrenssituationen för ett bolag med ekonomiska vallgravar



Vad är en ekonomisk vallgrav?

- Skydd mot konkurrens
- Garant för framtida lönsamhet
- Två dimensioner:
 - Hög lönsamhet (djup vallgrav)
 - Långvarig lönsamhet (bred vallgrav)



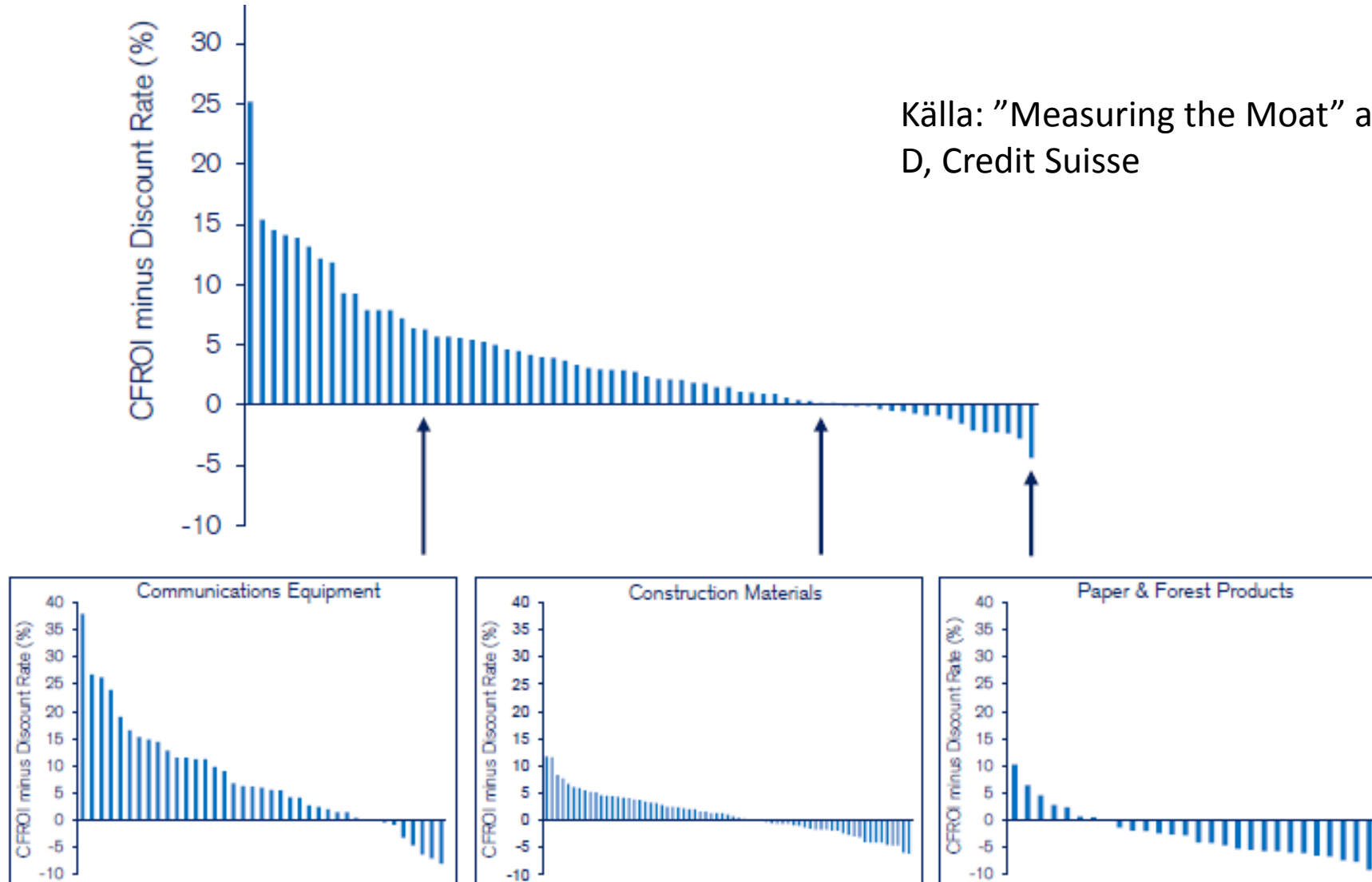
Vallgravens djup – hur hög är lönsamheten?

- Det finns en uppsjö av lönsamhetsmått att välja mellan, t.ex.
- ROE, Return on Equity (avkastning på eget kapital)
- ROA, Return on Assets (avkastning på tillgångar)
- ROI, Return on Investment
- ROCE, Return on Capital Employed
- CFROI, Cash Flow Return on Investment
- Marginalmått (brutto-, rörelse-, netto-)
- Vilken man ska välja beror på...

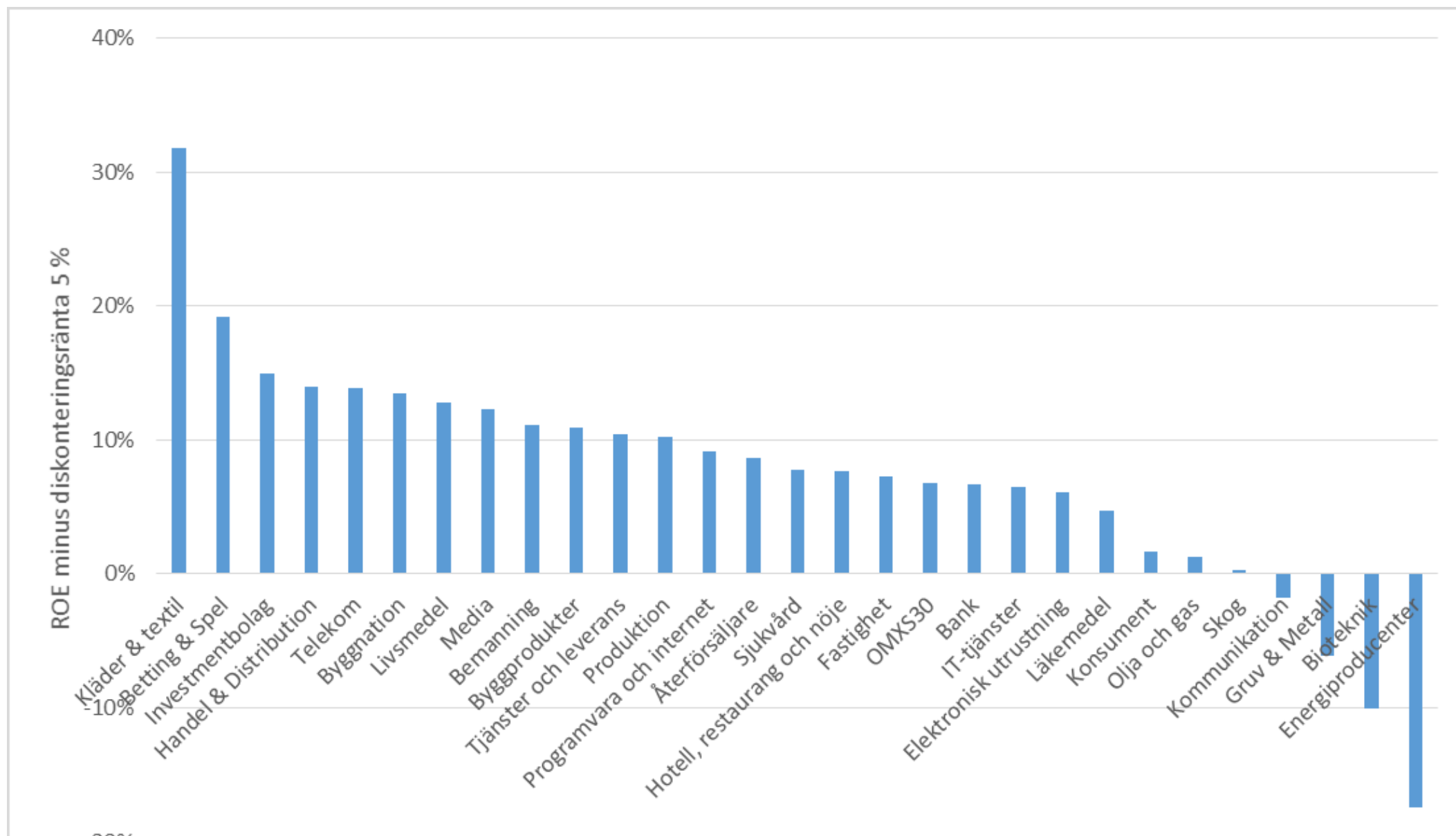


Olika branscher har olika lönsamhet

Källa: "Measuring the Moat" av Mauboussin M.J. och Callahan D, Credit Suisse



Avkastning på eget kapital minus diskonteringsränta 5 % i Sverige.
Siffror från 2013 (källa: börsdata.se)



Vallgravens bredd – hur långvarig är lönsamheten?

- Hur långvarig lönsamheten är beror på vilken typ av vallgrav det handlar om (mer om det snart)...
- Beror t.ex. på branschens föränderlighet



Vallgravens bredd del 1: Stabilitet i marknadsandelar

Carbonated Beverages (U.S. by Revenues)	2007	2012	5 Year Change
Coca-Cola Company	37%	35%	1%
PepsiCo	32%	29%	3%
Dr. Pepper Snapple Group	19%	20%	1%
Others	7%	4%	4%
Private Label	6%	6%	0%
Red Bull GmbH	0%	4%	4%
Monster Beverage Corporation	0%	3%	3%
Total	100%	100%	
Average Absolute Change			2%

Tumregel: <2 % per fem år
innebär stabil marknad

Smartphones (Global by Units)	2007	2012	5 Year Change
Nokia	49%	5%	44%
Others	24%	21%	3%
Research in Motion	10%	5%	5%
Motorola	3%	3%	1%
HTC	3%	4%	1%
Apple	3%	18%	15%
Sony Ericsson	3%	3%	1%
Palm	2%	0%	2%
Samsung	2%	29%	27%
LG	0%	4%	3%
Huawei	0%	4%	4%
ZTE	0%	4%	4%
Total	100%	100%	
Average Absolute Change			9%

Källa: "Measuring the Moat" av Mauboussin M.J. och Callahan D, Credit Suisse

Stabilitet i marknadsandelar

Marknadsandelar för nordiska försäkringsbolag

			Ändring (absolutbelopp)
Sverige	2007	2012	
Folksam	15%	15%	0%
Trygg Hansa	17%	16%	1%
If...	20%	19%	1%
Länsförsäkringar	30%	30%	0%
Övriga	18%	20%	2%
Medelvärde			1%

			Ändring (absolutbelopp)
Norge	2007	2012	
If...	30%	25%	5%
Gjensidige	31%	25%	6%
Sparebank 1	10%	10%	0%
TrygVesta	18%	15%	3%
Övriga	11%	25%	14%
Medelvärde			6%

Tumregel: <2 % per fem år
innebär stabil marknad

Vallgravens bredd del 2: pricing power

“The single most important decision in evaluating a business is pricing power. If you’ve got the power to raise prices without losing business to a competitor, you’ve got a very good business. And if you have to have a prayer session before raising the price 10 percent, then you’ve got a terrible business.”

- Warren Buffett



Prisändringar 2006-2011

Industry	Average Annual Price Change
Slow-cycle markets	
Small Arms Ammunition Manufacturing	9.5%
Dog and Cat Food Manufacturing	5.8%
Burial Casket Manufacturing	5.7%
Standard-cycle markets	
Soap and Other Detergent Manufacturing	3.8%
Cookie and Cracker Manufacturing	3.5%
Breweries	3.1%
Fast-cycle markets	
Fiber Optic Cable Manufacturing	-1.7%
Audio and Video Equipment Manufacturing	-1.9%
Semiconductor and Related Device Manufacturing	-8.6%

Källa: "Measuring the Moat" av Mauboussin M.J. och Callahan D, Credit Suisse

Olika typer av ekonomiska vallgravar

1. Verklig produktdifferentiering
2. Upplevd produktdifferentiering
3. Låga kostnader/stordriftsfördelar
4. Inlåsning av kunder: höga byteskostnader (high switching costs)
5. Utestängning av konkurrenter genom höga inträdesbarriärer
6. Begränsad marknad/geografiskt monopol

Vallgrav 1: Verklig produktdifferentiering

- Ha en bättre produkt än konkurrenterna
- Smal vallgrav (kortvarig i tiden) eftersom konkurrenterna kommer försöka göra en lika bra eller bättre produkt.
- Djup vallgrav (grov lönsamhet) om en produkt är tillräckligt mycket bättre än konkurrenternas produkter så man kan ta ut höga priser

- Exempel: Apple och iPhone+iPad
- Svagaste vallgraven?



Vallgrav 2: Upplevd produktdifferentiering

- Ett starkt varumärke ger möjlighet till pricing power.
- Varför köpa Coca Cola för 11 kr istället för Premier Cola för 3 kr?
- Bred vallgrav (långvarig i tiden) om den underhålls
- Djupet på vallgraven (lönsamheten) varierar
- Exempel: Apple, Coca Cola, Philip Morris International (Marlboro)
- Se t.ex. www.brandz.com
- OBS! Ett starkt varumärke garanterar inte lönsamhet!



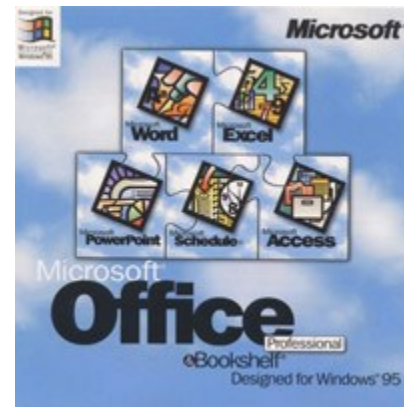
Vallgrav 3: Låga kostnader/stordriftsfördelar

- Ger högre marginaler => högre lönsamhet, eller
- Möjlighet till lägre priser => inträdesbarriär eller högre marknadsandelar
- Låga kostnader nödvändigt i kris om pricing power saknas (commodities)
- Låga kostnader går att erhålla på fler sätt än storskalighet:
 - Ny teknik (lätt att kopiera)
 - Kostnadsmedveten ledning/kultur (svår att kopiera)
- Bred vallgrav (uthållig i tiden) om orsaken är storskalighet
- Inte nödvändigtvis djup vallgrav (lönsamhet)
- Exempel: H&M, Walmart, Posco (stål)



Vallgrav 4: Inlåsnings av kunder: höga byteskostnader (high switching costs)

- Personalen kan hantera en viss produkt => dyrt att lära om
 - Inte tillräckligt stor vinst att byta leverantör ("jobbigt")
 - Både krångligt och dyrt att t.ex. byta IT-system
 - Upparbetade relationer
-
- Bred vallgrav (uthållig i tiden)
 - Djup vallgrav (grov lönsamhet)
-
- Exempel: Banker, försäkringsbolag, IT-tjänster (Adobe Photoshop, Microsoft Office)



Vallgrav 5: Utestängning av konkurrenter genom inträdesbarriärer

Några olika undergrupper med lite olika karaktär

- 1. Stora kapitalkostnader
 - Kan vara bred vallgrav (uthållig i tiden)
 - Ganska grund vallgrav (ej grov lönsamhet), annars kommer kapitalet fram ändå
 - Exempel: kraftproducenter, telekom
-
- 2. Speciella krav från kunder eller myndigheter (t.ex. licenser)
 - Bred vallgrav (uthållig i tiden)
 - Grund vallgrav (förmodligen reglerad lönsamhet) om myndighetskrav
 - Exempel: kärnkraft i Sverige, elnätsföretag



Vallgrav 5 igen: Utestängning av konkurrenter genom inträdesbarriärer

- 3. Patent
 - Väldefinierad bredd på vallgraven (uthålligheten i tiden)
 - Djup vallgrav (grov lönsamhet)
 - Exempel: Läkemedelsbolag
- 4. Nätverkseffekten/the winner takes it all
 - Bred vallgrav (uthållig i tiden)
 - Djup vallgrav (grov lönsamhet)
 - Exempel: eBay, Blocket, Tradera, Twitter, Visa, IT-tjänster (Adobe Photoshop eller Microsoft Office), Apple (iOS/App Store)



Vallgrav 6: Begränsad marknad/geografiskt monopol

- Endast kundunderlag för t.ex. en hamn eller flygplats
=> Monopol
- Om två bolag konkurrerade skulle båda göra förlust
=> det etablerade bolaget kan sänka priserna och utestänga utmanare
- Krympande marknader
- Exempel: Grönlandsbanken, Vitec, TGS Nopec

Vad är inte ekonomiska vallgravar?

Nedanstående är inte *strukturella konkurrensfördelar*

- Produkter som inte skyddas av patent
 - Hög marknadsandel => se utvecklingen över tid!
 - Skicklig ledning
 - Företagskultur
 - Effektivt utförande
-
- Spelar det någon roll att det inte är vallgravar?
 - Amerikanskt tänk att ledningen är utbytbar?
 - Det viktigaste enligt mig är att man analyserar varför ett bolag kommer vara lönsamt även i framtiden.



Vallgravar kan försvinna med tiden

"If past history was all there was to the game, the richest people would be librarians."

- Warren Buffett

"Det kanske är bättre att ha 80 % av marknaden eftersom man är bäst än att ha 100 % av marknaden för att man är ensam"

- Olov Sandberg (grundare Vitec)

- Arla och Swedish Match hade länge >90 % marknadsandel
- Ställ dig frågan: kommer vallgraven att bestå i framtiden och varför?

Ledtrådar för att hitta företag med vallgravar

- Hög och jämn lönsamhet
- Höga och jämna marknadsandelar
- Få konkurrenter
- Vanligare inom vissa branscher (jmf tidigare figur)



Hur använder jag konceptet vallgravar?

- Problem: man får (nästan) alltid betala för vallgravarna! Man måste vara säker på att vallgraven består om man ska betala premiumpris.

“Turnarounds seldom turn”

- Warren Buffett

- Jag använder ekonomiska vallgravar för att öka säkerheten i att en turnaround verkligen vänder
- Om branschen är hårdare drabbad än bolaget är det ett gott tecken

Exempel: banker

- Banker har trevliga affärsmodeller:
 - Låna in billigt-låna ut dyrt
 - Riskhantering vid utlåning
- I princip ingen skillnad för kunden vilken bank man väljer (commodity)...
- ...men ändå trögrörliga kunder (high switching costs)
=> återkommande intäkter
- Reglerat av myndigheter, stora och hårdnande kapitalkrav
- Vanligt med lokala/regionala/nationella oligopol
- Stordriftsfördelar möjligt

Handelsbanken vs. Lollands bank



Lollands Bank

- Liten lokalbank
- Nyligen genomfört fusion
- Danmark: 90 banker...
... men bara 4 på Lolland
- K/I före nedskr.: 63 %

Handelsbanken

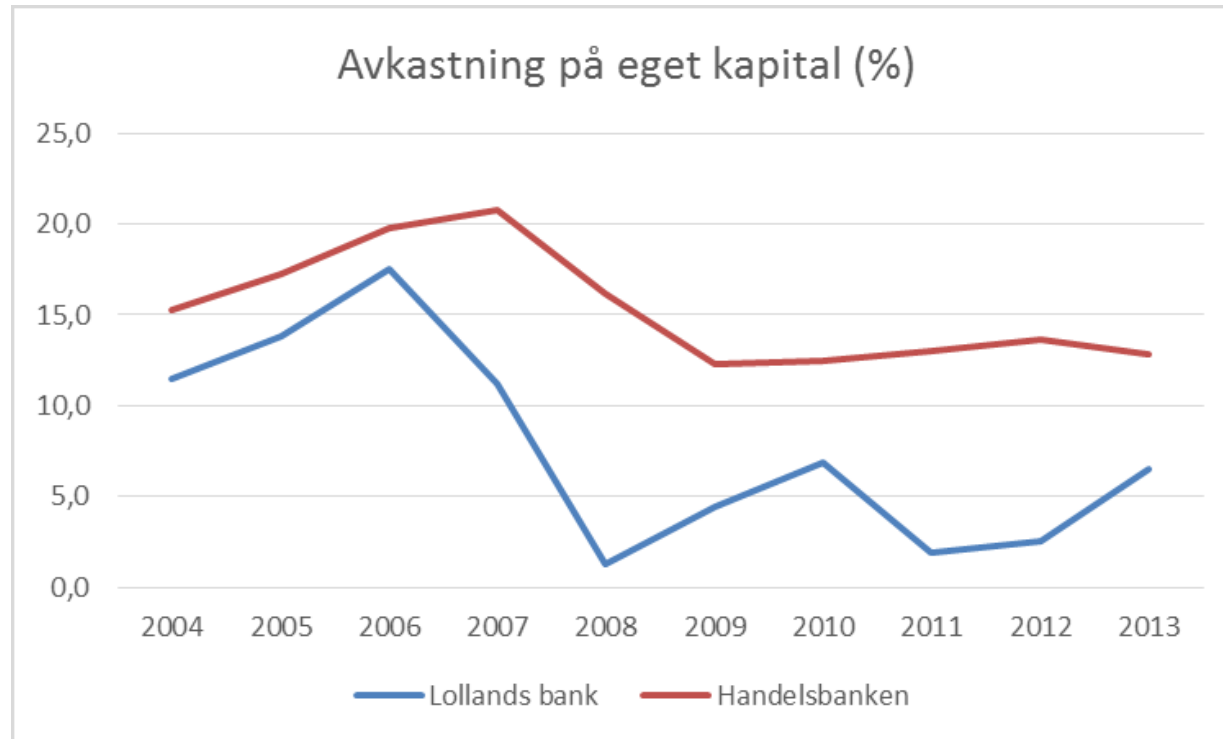
Stor bank

Expanderar organiskt

Sverige: 4 st står för 2/3 av inlåningen

47 %

Jämförelse mellan två banker

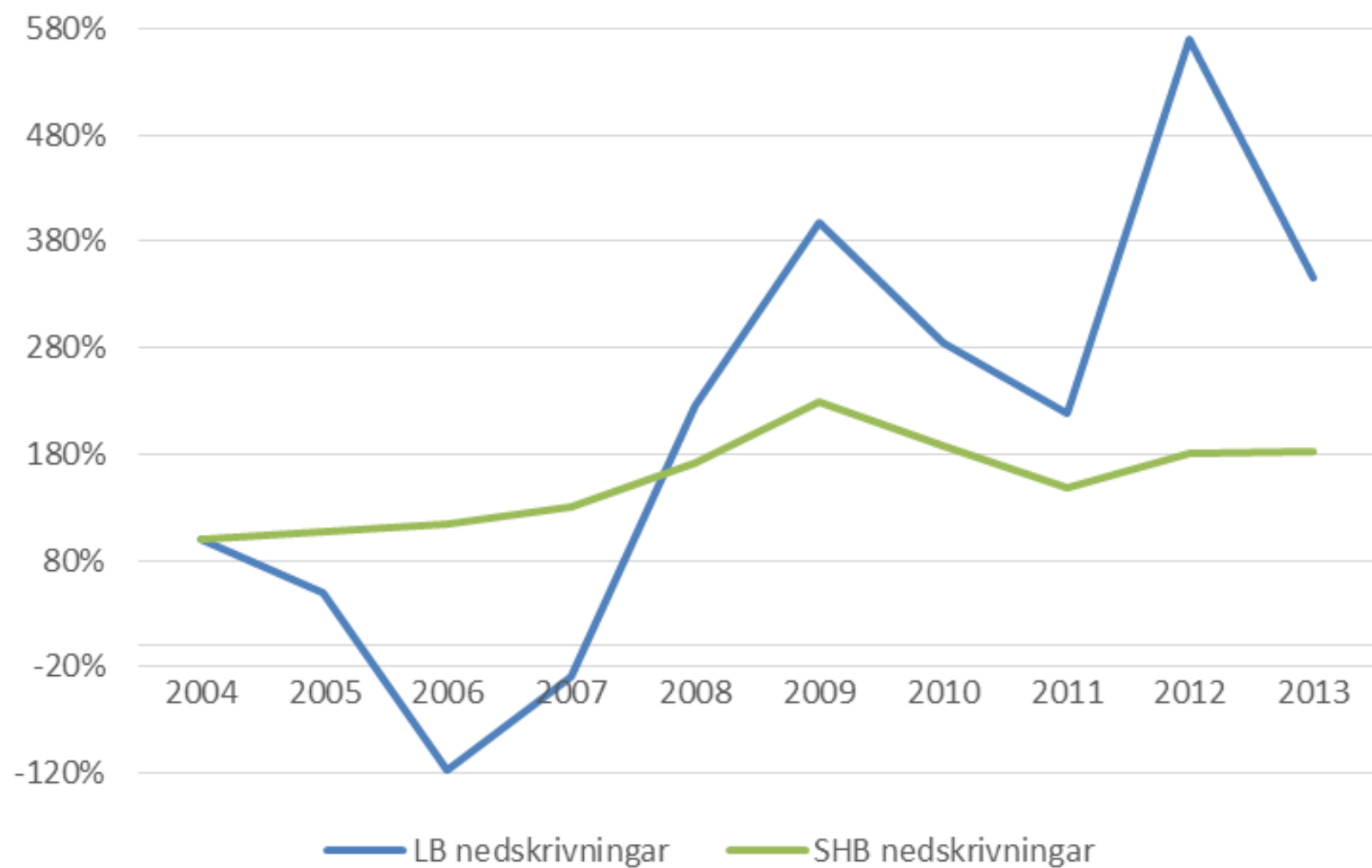


- Lollands Bank: Medel 7,7 %, variationskoefficient 71 %
- Handelsbanken: Medel 15,4 %, variationskoefficient 20 %

Resultat före nedskrivningar (2004=100 %)



Nedskrivningar (2004=100 %)



Värdering



Lollands Bank

- Börskurs 213 DKK
- P/E (2013): 14,0
- P/E före nedskrivningar: 3,8
- P/B: 0,65

Handelsbanken

338 kr

P/E (2013): 15,5

P/E före nedskrivningar: 11,1

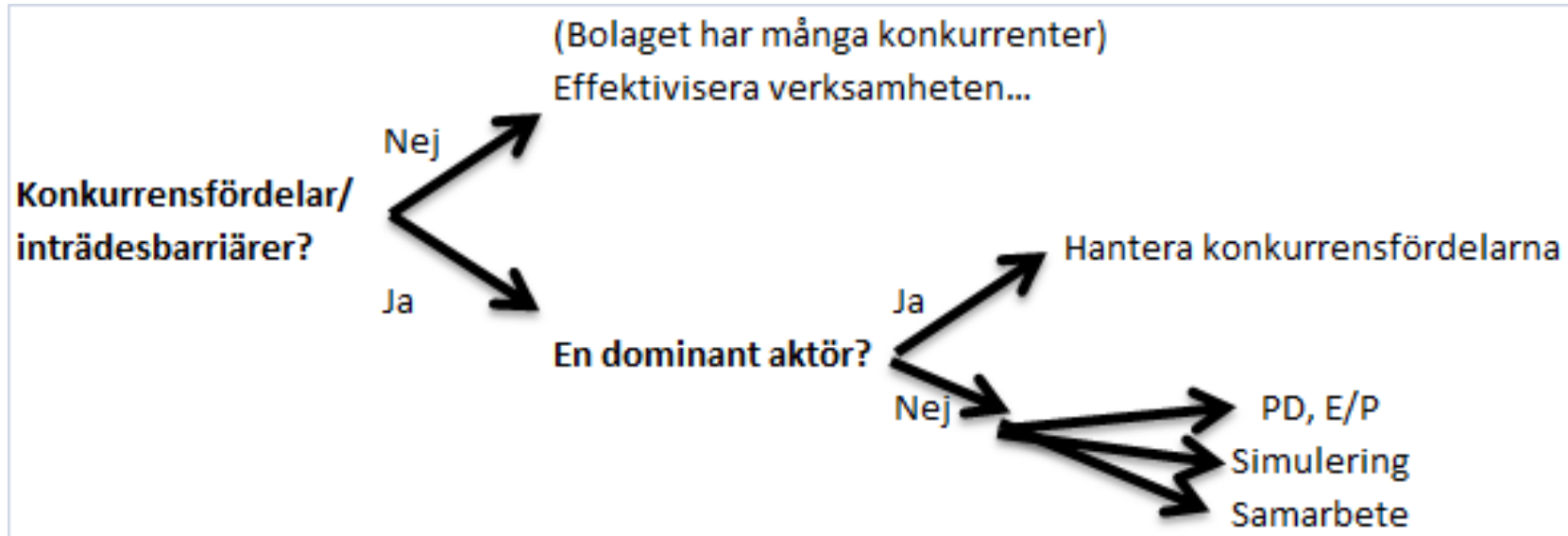
P/B: 1,90

Slutsatser



- Handelsbanken har uppenbart ekonomiska vallgravar...
- ...men det avspeglas i priset.
- Lollands bank på väg åt rätt håll
- Minskande nedskrivningar
- Risk: hur går det med fusionen?
- Jag äger Lollands bank, men skulle vilja äga Handelsbanken (till rätt pris)

Strategier för företag med vallgravar



- Prisoner's Dilemma (PD), och Entry/Preemption (E/P)
- Simulering konkurrenternas reaktioner => strategi för hur bolaget bör agera.
- Samarbete inom en bransch för att öka den gemensamma lönsamheten

Prisoner's Dilemma – spelet om pris

		Bolag B	
		Högt pris	Lågt pris
Bolag A	Högt pris	1 100 kr 100 kr	2 120 kr 60 kr
	Lågt pris	3 60 kr 120 kr	4 70 kr 70 kr

- 1: A tjänar 100 kr, B tjänar också 100 kr = 200 kr tillsammans

Prisoner's Dilemma

		Bolag B	
		Högt pris	Lågt pris
Bolag A	Högt pris	1 100 kr 100 kr	2 120 kr 60 kr
	Lågt pris	3 60 kr 120 kr	4 70 kr 70 kr

- 2: B sänker priset och tjänar 120 kr, B tjänar 60 kr = 180 kr tillsammans
- 3: Spegelvänd situation 2

Prisoner's Dilemma

		Bolag B	
		Högt pris	Lågt pris
Bolag A	Högt pris	1 100 kr 100 kr	2 120 kr 60 kr
	Lågt pris	3 60 kr 120 kr	4 70 kr 70 kr

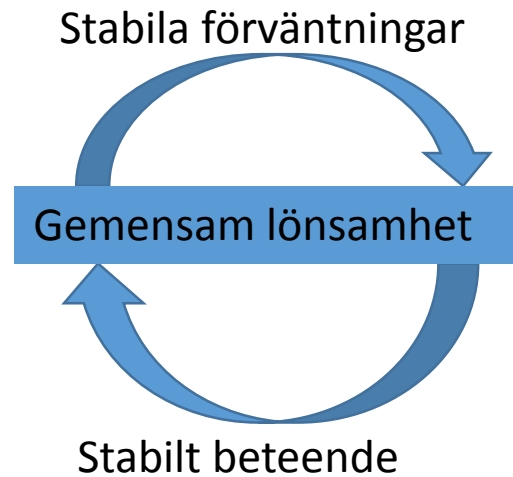
- 4: Den ena sänker priset och den andra svarar på prissänkningen. A och B tjänar 70 kr var = 140 kr tillsammans.

Prisoner's Dilemma

		Bolag B	
		Högt pris	Lågt pris
Bolag A	Högt pris	1 100 kr 100 kr	2 120 kr 60 kr
	Lågt pris	3 60 kr 120 kr	4 70 kr 70 kr

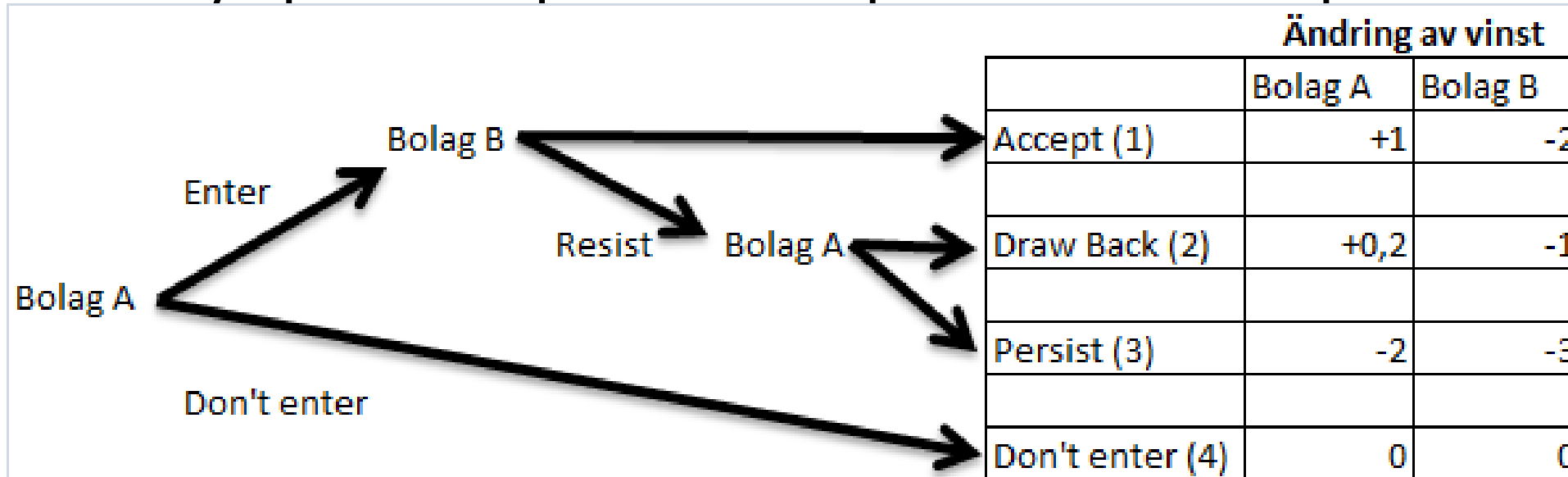
- Ordningen spelar ingen roll
- Illustrerar också vad som händer om inträdes hinder saknas

Vad styr i vilken ruta man hamnar?



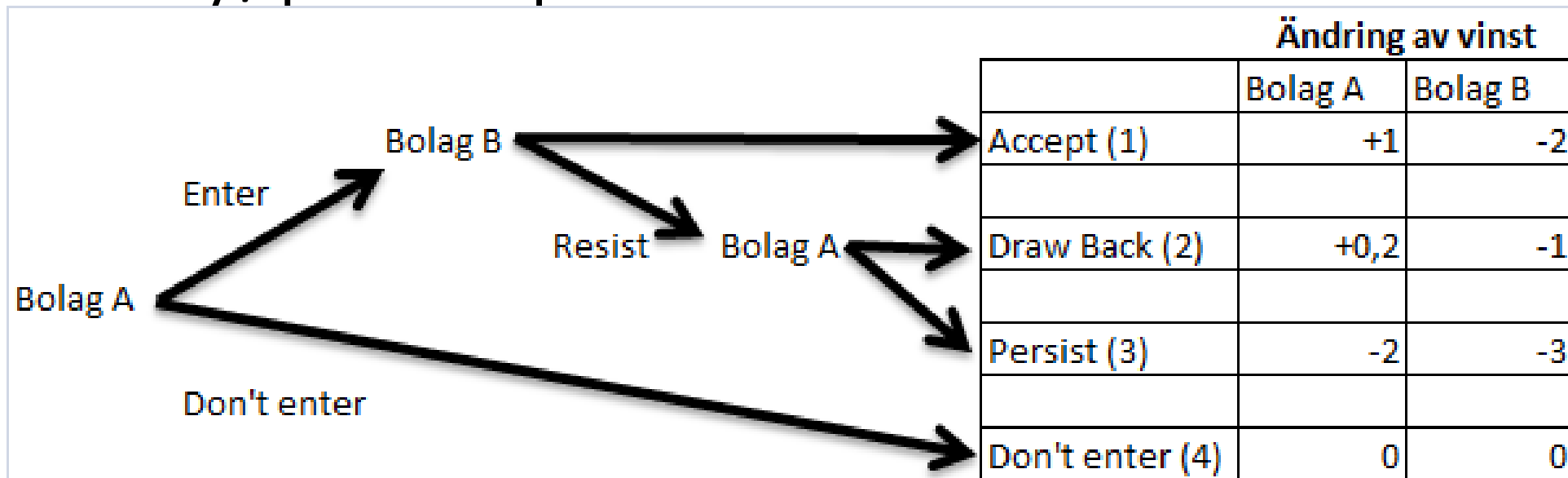
- Det går också att stävja konkurrens med pris:
 - Lägsta pris-garanti
 - Lojalitetsprogram
 - Begränsad kapacitet
 - Ta nischer

Entry/preemption – spelet om kapacitet



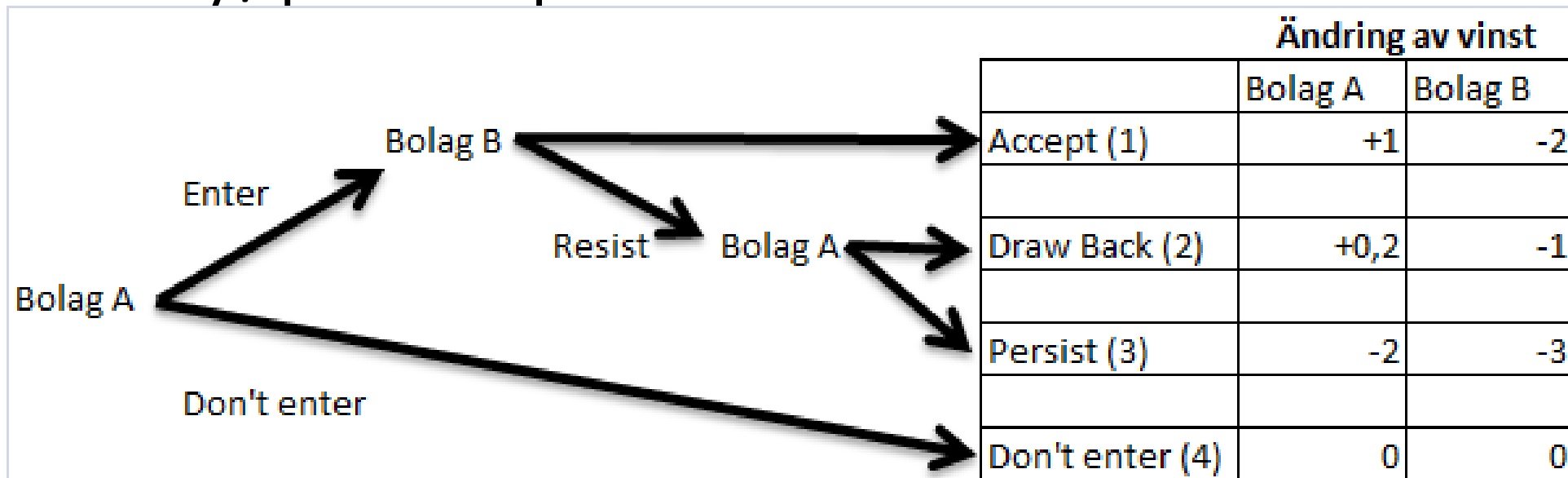
- Bolag A utmanar en befintlig aktör B

Entry/preemption



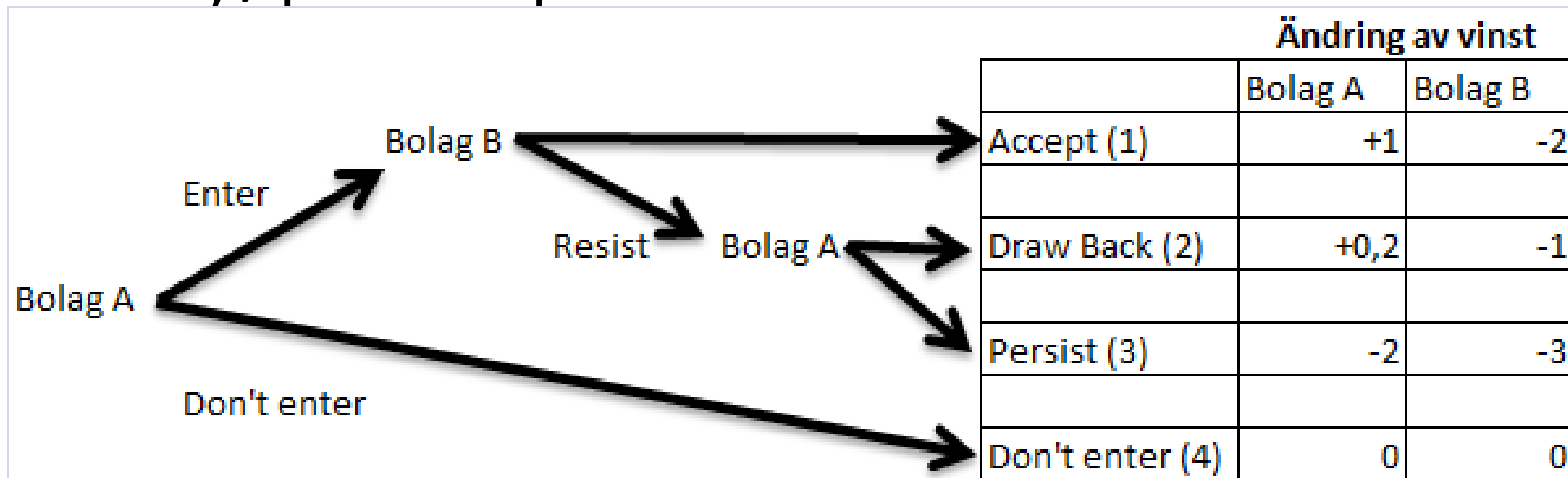
- Don't enter: (4) är bästa tänkbara för bolag B =>
- ha en överkapacitet inom bolaget (visar att bolaget kan ge motstånd om så krävs).
- ha en stark finansiell ställning (om ni ger er på oss blir det en långdragen kamp...).
- ha en fokuserad verksamhet (det är mer sannolikt att ett koncentrerat bolag försvarar sitt territorium än att ett diversifierat företag gör det)

Entry/preemption



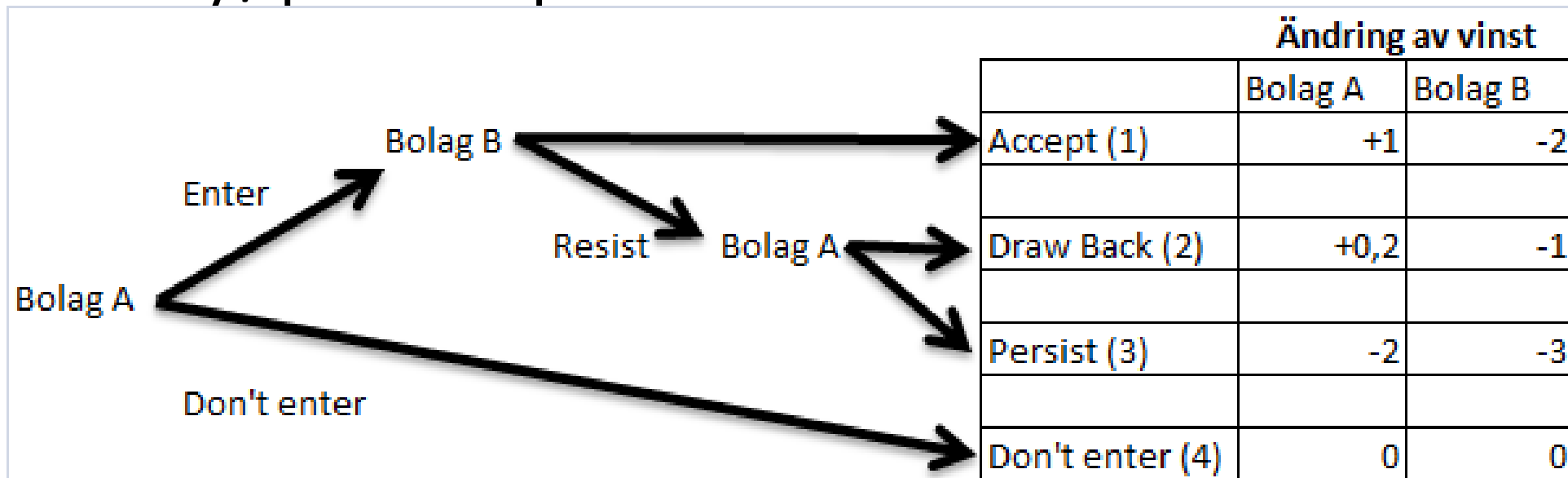
- Enter: A ger sig in i kampen (enter). Hur svarar B?
- (1) Inte alls. A vinner, B förlorar. A inbjuds till att agera likadant igen
- (1) Katastrof för B

Entry/preemption



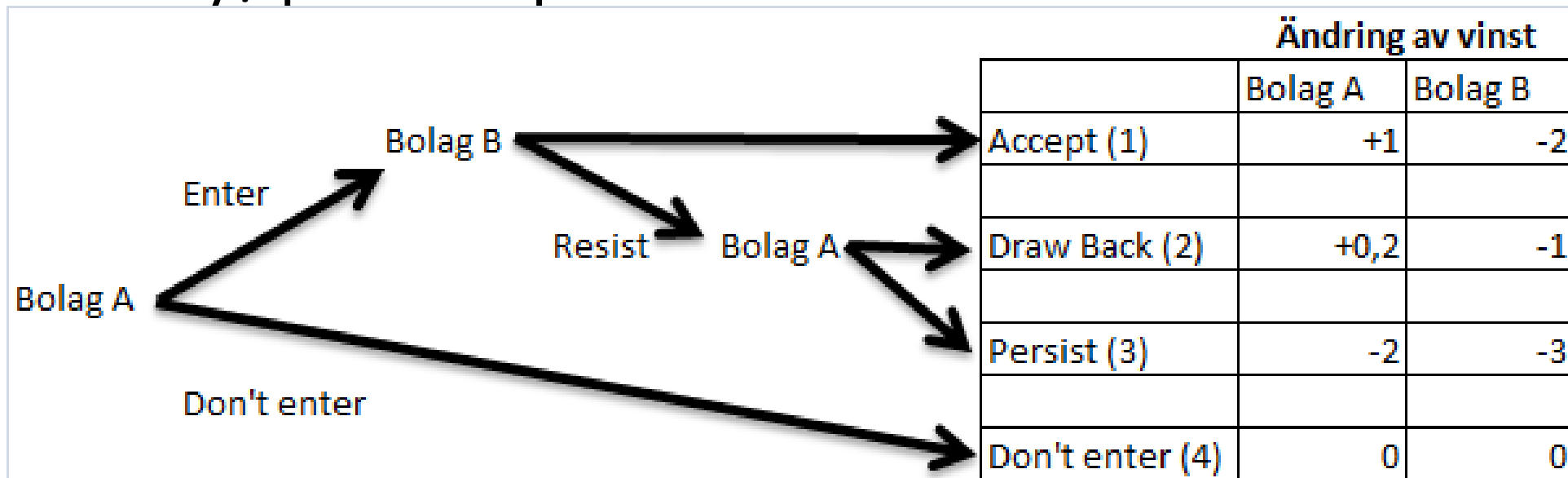
- Resist: B kämpar emot. Sänkta priser, ökad marknadsföring, hotar på A:s hemmaplan.
- A:s tur att svara

Entry/preemption



- (2) OK för båda. Stabilt läge.
- (3) Fullskaligt krig. Sämsta tänkbara för både A och B och kan sprida sig geografiskt

Entry/preemption



- I entry/preemption spelar ordningen roll!
- Dyrt att backa tillbaks från redan tagna beslut
- Exempel: skogsindustrin (tryckpapper), kraftproducenter i Europa

Posco (Sydkorea)

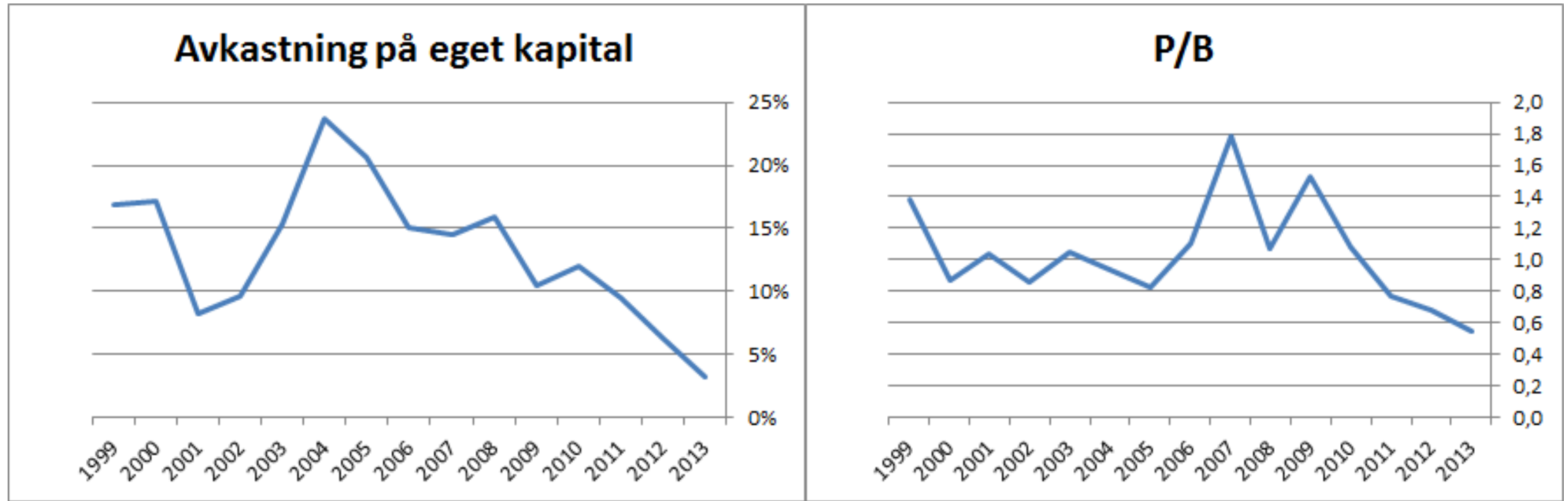
- Världens femte största stålbolag
- Producerar 40-50 Mton/år stål (världsproduktion 1600 Mton)
- Överkapacitet framförallt i Kina
- Oro för minskad stålkonsumtion i Kina



Jämförelse stålbolag

	Land	Antal anställda (tusental)	Direkt- avkastning (%)	Brutto- marginal (5 år), %	Netto- marginal (5 år), %	Omsättnings- tillväxt per år (5 år)	Omsättning (miljarder EUR)	Omsättning per anställd (kEUR)	P/B	P/E	P/S	ROE, %	ROE (5 år), %	Quick ratio	Total debt to capital
NLMK	RU	60	0	38,7	12,1	9,5	8,3	138	0,96	53,2	0,89	1,8	12,1	1,72	0,28
POSCO	KR	18	2,3	15,1	6,9	15,0	42,6	2367	0,61	13,5	0,47	4,7	10,8	1,02	0,38
Gerdau SA	BR	42	0	17,5	6,9	4,3	12,3	293	1,04	28,0	0,76	3,8	10,3	1,23	0,34
China Steel Corp	TW	23	1,6	11,4	6,6	1,6	8,6	374	1,34	26,4	1,13	5,2	8,3	0,41	0,42
JSW Steel Ltd	IN	10	1,1	26,1	4,6	24,9	4,6	460	N/A	44,8	0,56	N/A	9,1	N/A	N/A
Nucor corp	US	22	2,9	9,3	4,0	3,2	13,8	627	2,16	36,4	0,88	5,9	8,1	2,02	0,36
SSAB	SE	9	2,2	11,8	3,8	-0,8	3,9	433	0,55	N/A	0,41	-3,6	5,1	1,1	0,41
ArcelorMittal	NL	242	4,7	8,5	2,8	-4,3	58,4	241	0,57	N/A	0,36	-9,9	4,0	0,60	0,30
JFE Holdings Inc	JP	57	1,7	12,7	1,9	-2,1	25,2	442	0,80	15,4	0,41	5,6	4,2	0,80	0,48
ThyssenKrupp AG	DE	151	0	14,9	1,5	-5,0	36,4	241	4,42	22,1	0,27	8,8	8,8	0,85	0,76
Tata Steel Ltd	IN	81	2,0	36,5	1,4	0,5	15,6	193	N/A	N/A	0,29	N/A	6,3	N/A	N/A
Nippon Steel...	JP	83	0,9	11,0	1,1	-1,9	37,4	451	1,22	18,3	0,62	8,1	1,8	0,48	0,44
aktiefokus.se															

posco



- Om/när stålmarknaden vänder återkommer lönsamheten.
Det kan ta lång tid (3-10 år?)
- Stålbranschen har en större kris än Posco

Poscos vallgravar?

- Low-cost producer på en commodity-marknad.
- Lägst kostnader i världen enligt bolaget
- Stordriftsfördelar?
- Gammalt statligt bolag => bra placeringar av stålverk och hamnar
- Speciell teknologi. Oklart hur långvarigt detta är
- Har ej gått med förlust sedan åtminstone 1999
- => Posco bör överleva krisen, men gör konkurrenterna det?

Slutsatser Posco

- P/E ~ 14 på nedtryckt lönsamhet
- P/B ~ 0,6
- Risker
 - fokus på Sydkorea (60 % försäljning)
 - politisk risk
 - ekonomiskt haveri i Kina
 - överkapaciteten blir mycket långvarig
- Detta känner marknaden redan till, men marknaden saknar tålamod...
- Har man tålamod kommer Posco att uppvärderas när stålbranschen vänder.
- Jag äger aktier i Posco.

Lästips

- The Five Rules for Successful Stock Investing av Pat Dorsey
- Competition Demystified av Bruce Greenwald och Judd Kahn
- "Measuring the Moat" av Michael J. Mauboussin och Dan Callahan, Credit Suisse

<http://doc.xueqiu.com/14016fab7722d3fc93adcdca.pdf>

