



## Wie finden wir die besten weltweiten Compounder Aktien?

Ein Interview mit REQ Capital-Portfolio Manager Adnan Hadziefendic

Q1 2024



**REQ**

INVESTING WITH INSIGHT



**ACTIVE FUND PLACEMENT**

TELOS GmbH



# Wie finden wir die besten weltweiten Compounder Aktien ?

Interview mit REQ Capital -  
Portfolio Manager Adnan  
Hadziefendic - Januar 2024  
[www.placera.se](http://www.placera.se)

**REQ CAPITAL**

INVESTING WITH INSIGHT

# EIN BLICK HINTER DIE KULISSEN

REQ Capital - Adnan Hadziefendic

**In der Vergangenheit haben übernommene Unternehmen an der Börse den Aktionären eine wirklich gute Rendite beschert. Placera hat den Experten und Manager Adnan Hadziefendic von REQ dazu befragt, wie man übernommene Unternehmen analysiert**

## Kommentar von Ludvig Löngårdh

Die norwegische REQ ist ein Boutique-Vermögensverwalter, der vor drei Jahren u. a. von Oddbjörn Dybvad (15 Jahre Managementenerfahrung bei Odin) und Nina Hammerstad (zuvor weltweit verantwortlich für die Immobilieninvestitionen des Norwegian Oil Fund) gegründet wurde. Seit ein paar Monaten ist das Unternehmen auch in Schweden tätig. REQ richtet sich an Family Offices, vermögende Privatpersonen, Unternehmen, Institutionen und Stiftungen.

## Vorstellung Adnan Hadziefendic

Adnan Hadziefendic begann seine Karriere bei der Danske Bank, wo er verschiedene Funktionen im Bereich Analyse innehatte. Nach mehr als zehn Jahren bei der Danske Bank ging Adnan Hadziefendic zur Swedbank, wo er sich mit Serienkäufern befasste und mit ihnen arbeitete. Dort führte Adnan eine der größten Studien Schwedens darüber durch, was den Shareholder Value eines Übernahmeunternehmens antreibt. Dieser Bericht wurde anschließend über 100 Unternehmenseigentümern, Geschäftsführern und Vorständen vorgestellt. Seit dem 1. November leitet Adnan REQ Nordic Compounders. So analysiert er Serienakquisiteure.

## Wie würden Sie beschreiben, was ein serieller Erwerber ist und warum ist der Sektor interessant?

Bei REQ definieren wir serielle Akquisiteure als Unternehmen, deren Strategie darin besteht, ihren Cashflow zu reinvestieren, um kleine, oft in Familienbesitz befindliche, profitable private Nischenunternehmen mit langer Geschichte aufzukaufen.

Unter Risikogesichtspunkten bieten Serienerwerber diversifizierte Cashflows aus vielen verschiedenen Endkunden und Märkten. Sie sind oft langfristig ausgerichtet und haben in vielen Fällen einen geringen Verschuldungsgrad. Unter Renditegesichtspunkten bieten diese Unternehmen Wachstum, das von zwei Wachstumsmotoren getragen wird: organisches und akquisitorisches Wachstum, und sie sind in der Lage, ihr Kapital über mehrere Jahrzehnte zu hohen Renditen zu reinvestieren. Viele der besten Aktien auf dem Aktienmarkt in den letzten 10, 20, 30 Jahren waren Unternehmen, die diese Kriterien erfüllen. Einige Beispiele sind Addtech, Lagercrantz, Indutrade, Lifco, Vitec und Assa Abloy.

## Sie unterteilen die Akquisitionsunternehmen in Generalisten und Spezialisten. Erzählen Sie uns etwas über die Unterschiede, und welche bevorzugen Sie?

Generalisten zeichnen sich dadurch aus, dass sie branchenunabhängig sind, während Spezialisten oft in einer bestimmten Vertikalen, d. h. einer Branche oder Nische, tätig sind.

Spezialisten sind in der Regel mit so genannten Roll-ups vergleichbar, bei denen ein Unternehmen eine bestimmte Branche konsolidiert. Sie werden oft zu Experten in einer bestimmten Branche oder Nische und profitieren davon, dass sie in der Lage sind, Fusionen und Übernahmen schnell zu skalieren, indem sie den Status eines bevorzugten Käufers erlangen (sie werden zum bevorzugten Käufer). Spezialisten neigen auch dazu, sich stärker zu zentralisieren und nach Synergien zu suchen.

Bei Investitionen in Spezialisten gibt es mehrere Dinge zu beachten. Sie wollen sehen, dass es einen großen und fragmentierten Markt gibt, der über einen langen Zeitraum hinweg wächst. Wir versuchen, Unternehmen zu identifizieren, die ein globales Marktpotenzial mit vielen potenziellen Übernahmezielen haben."

„DIE INVESTITIONSTHESE VON REQ BASIERT AUF DEN DREI SCHLÜSSEL-KOMPONENTEN: KAPITALALLOKATION, DEZENTRALISIERUNG UND MITARBEITER“

„RENDITEGESICHTSPUNKTE SIND ORGANISCHES UND AKQUISITORISCHES WACHSTUM“

# EIN BLICK HINTER DIE KULISSEN

*REQ Capital - Adnan Hadziefendic*

Spezialisten, die auf einem zu kleinen Markt und/oder in einer zu kleinen Region tätig sind, neigen dazu, recht schnell einen hohen Marktanteil zu erreichen, was dazu führt, dass die verbleibenden Akquisitionsziele von geringerer Qualität sein können. Wenn außerdem privates Beteiligungskapital in den Markt eintritt, kann dies zu einem stärkeren Wettbewerb um Immobilien führen, was die Preise in die Höhe treibt und die Renditen verringert. Ein weiteres Risiko ist eine Veränderung des Sektors/der Nische, z. B. eine Verlangsamung des Wachstums oder ein erheblicher Nachfragerückgang aufgrund von Faktoren wie Regulierungsbehörden oder der Wirtschaft. Spezialisierte Modelle können geografisch schwieriger zu skalieren sein, wenn die Markt-/Kunden-/Lieferantendynamik in anderen Märkten anders ist. Außerdem neigen Spezialisten dazu, mehr Schulden zu machen.

Es gibt einige Gewinner unter den Spezialisten, wie Nibe, Beijer Ref, Hexagon und Assa Abloy, aber wir haben in der Vergangenheit auch viele Unternehmen gesehen, die gescheitert sind.

Generalisten sind Unternehmen, die eine eher branchenunabhängige Philosophie verfolgen, deren gemeinsamer Nenner darin besteht, dass sie gut geführte Familienunternehmen besitzen und ihre Tätigkeit wie bisher fortsetzen. Sie können ihre Kultur, ihre Mitarbeiter und ihren Firmennamen behalten und das Unternehmen bleibt vor Ort.

Der Vorteil eines Generalisten ist, dass es keine geografischen oder sektoralen Beschränkungen bei den Übernahmezielen gibt. Generalisten verfügen über diversifizierte und stabile Cashflows und einen großen Pool potenzieller Übernahmeziele, was bedeutet, dass sie immer die besten Geschäfte auswählen können und nicht von Veränderungen in einzelnen Branchen abhängig sind. Generalisten sollten jedoch darauf achten, wie gut sie ihre internen Akquisitionskapazitäten ausbauen können.

Wir bevorzugen es auch, dass akquirierende Unternehmen ein solides Fundament in ihren Heimatmärkten aufbauen, bevor sie eine geografische Expansion vornehmen. Wir vergleichen dies gerne mit den Wurzeln eines Baumes. Wenn der Baum stabile und zahlreiche Wurzeln hat, ist er widerstandsfähiger gegen Stürme. Ein echtes Beispiel ist das schwedische Unternehmen Addtech, das erst vor kurzem damit begonnen hat, außerhalb der nordischen Region zu akquirieren.

Einer der wichtigsten Aspekte ist die Nachhaltigkeit, d.h. dass die Unternehmen über einen langen Zeitraum kontrolliert wachsen können. Nicht fünf Jahre, sondern eher über mehrere Jahrzehnte. Wenn ein Unternehmen sehr nischenorientiert ist, besteht das Risiko, dass sich die Branche in den kommenden Jahrzehnten verändert, und es ist daher weniger riskant, wenn man Unternehmen in verschiedenen Nischen besitzt. Wir haben überwiegend Generalisten im Fonds, obwohl wir auch einige Spezialisten besitzen."

## **Wie sehen Sie die Zentralisierung im Vergleich zur Dezentralisierung? Sind Synergieeffekte wichtig?**

Operativ bevorzugen wir Unternehmen, die ein dezentralisiertes Modell auf der Grundlage von Autonomie und Freiheit unter Verantwortung anwenden, wobei die übernommenen Unternehmen weiterhin nach ihrem historisch erfolgreichen Modell arbeiten. Dezentralität und Synergieeffekte lassen sich nur selten mit Excel vergleichen. Wir glauben, dass in einem dezentralen Umfeld der autonome Unternehmergeist über die Einsparungen durch Integration/Zentralisierung/Synergien siegt.

Die besten dezentralisierten Serienübernehmer zwingen die übernommenen Unternehmen nie zu Kostensynergien oder Einsparungen. Es geht vielmehr darum, dass die übernommenen Unternehmen in der Lage sind, aus eigener Initiative Hilfe von der Zentrale oder den anderen Tochtergesellschaften zu erhalten. Selbst wenn die Unternehmen nicht versuchen, Synergien zu erzielen, können sie "weiche Synergien" erzielen, indem sie z. B. Hilfe bei Preiserhöhungen oder bei der Rationalisierung der Verwaltung des Betriebskapitals erhalten, wodurch sie noch mehr Cashflow erzielen. Ein Beispiel hierfür ist Lifco, das über funktionierende Prozesse verfügt, um die Preise nach der Übernahme zu erhöhen - der ultimative Test dafür, ob die Produkte eines Unternehmens marktführend sind.

**„KEINE GEOGRAFISCHEN  
ODER SEKTORALEN  
BESCHRÄNKUNGEN BEI  
DEN ÜBERNAHMEZIELEN " "**



# EIN BLICK HINTER DIE KULISSEN

*REQ Capital - Adnan Hadziefendic*

Wenn es um Fusionen und Übernahmen geht, sehen wir Vorteile in der Zentralisierung des Übernahmeprozesses, wenn das Unternehmen kleiner ist. Wenn ein Unternehmen jedoch größer wird, wird es wichtig, den M&A-Prozess und die Kapitalzuweisung zu dezentralisieren, um M&A in größerem Umfang durchführen zu können - ein Beispiel dafür ist Addtech, das kein zentrales M&A-Team hat, sondern die Akquisitionen in allen Geschäftsbereichen durchführt.

**Können Ihnen die Akquisitionsziele ausgehen? Bevorzugen Sie viele kleine oder wenige große Akquisitionen? Es kann schwierig sein, Wachstum und Größe aufrechtzuerhalten, wenn ein Unternehmen groß wird?**

Zur Antwort bezüglich der Spezialisten/Generalisten: Unternehmen, die Spezialisten sind, haben ein höheres Risiko, dass ihnen die "hochwertigen" Akquisitionsziele ausgehen, und sind möglicherweise gezwungen, Unternehmen von geringerer Qualität zu erwerben, um ihr Wachstum aufrechtzuerhalten. Darüber hinaus sind sie möglicherweise gezwungen, früher geografisch zu expandieren, was andere Risiken mit sich bringen kann.

Für Generalisten gibt es viele Unternehmen, die übernommen werden können: Unsere Analyse zeigt beispielsweise, dass es in Skandinavien fast 60.000 private Unternehmen gibt, die die Kriterien eines Umsatzes von weniger als 500 Millionen SEK und eines EBIT von über 5 Millionen SEK mit einer Betriebsmarge von über 8 Prozent erfüllen. In der EU gibt es etwa 22 Millionen KMU mit weniger als 250 Beschäftigten, und das jährliche Transaktionsvolumen beläuft sich auf etwa 15.000 Übernahmen. Es gibt zwar viele Unternehmen, aus denen Generalisten wählen können, aber wir glauben, dass es wichtig ist, dass die Akquisitionen die richtige Qualität haben und in einem angemessenen und nachhaltigen Tempo erfolgen. Wir bevorzugen kleine Übernahmen, die jeweils einen niedrigen einstelligen Betrag zum Jahresumsatz beitragen.

Ein Problem, mit dem sich Serienakquisiteure konfrontiert sehen, wenn sie groß werden, ist die Skalierung von M&A. Es ist leicht, M&A-Personal einzustellen, aber es ist schwieriger, Erfahrung und Wissen über Akquisitionen zu vermitteln. Wenn wir uns einige der größeren und bewährten Akquisiteure ansehen, sind leitende Mitarbeiter, die schon lange im Unternehmen sind, für M&A- und Kapitalallokationsentscheidungen zuständig.

Als Constellation Software 2006 an die Börse ging, wurden praktisch alle Entscheidungen zur Kapitalallokation von CEO Mark Leonard getroffen. Als das Unternehmen größer wurde und über mehr Cashflow verfügte, wurden die Entscheidungen weiter nach unten verlagert, zu den Managern der operativen Einheiten. Die "Junior-Manager" von Constellation Software arbeiten seit langem im Unternehmen und wissen, welche Akquisitionen sie anstreben müssen. Sie haben im Unternehmen eine Art Akquisitionskultur aufgebaut.

**Was wünschen Sie sich von einem Serienakquisiteur? Haben Sie bestimmte Kriterien?**

Die Investitionsthese von REQ basiert auf den drei Schlüsselkomponenten Kapitalallokation, Dezentralisierung und Mitarbeiter.

Zur Kapitalallokation: Ein Serienakquisiteur sollte ein stabiles und nachhaltiges Wachstum aufweisen (nicht aggressiv), auch in Bezug auf die Anzahl der Übernahmen.

Das Wachstum sollte aus dem eigenen Cashflow und nicht durch die Ausgabe neuer Aktien finanziert werden.

Erwerb nur gesunder und qualitativer Unternehmen mit einer langen Geschichte starker Marktpositionen, keine Turnarounds.

Reinvestition eines großen Teils des Cashflows in den Erwerb neuer Unternehmen zu angemessenen Multiplikatoren.

**„OPERATIV BEVORZUGEN  
WIR UNTERNEHMEN, DIE  
EIN DEZENTRALISIERTES  
MODELL AUF DER  
GRUNDLAGE VON  
AUTONOMIE UND FREIHEIT  
UNTER VERANTWORTUNG  
ANWENDEN“**

# EIN BLICK HINTER DIE KULISSEN

*REQ Capital - Adnan Hadziefendic*

Niedrige Verschuldung, kein genaues Kriterium, aber vorzugsweise unter 2,5x EBITDA.

Im Falle einer Dezentralisierung: Autonomie der Tochtergesellschaften, die das Unternehmertum fördert; viele erworbene Unternehmen werden seit vielen Jahren erfolgreich von Familien geführt.

Tägliche Entscheidungsfindung weit unten in der Organisation. -> keine Privatjets, Luxusreisen oder ähnliches auf Kosten des Unternehmens.

"Walk the talk" - die Unternehmensleitung sollte so handeln, wie sie es von den Tochtergesellschaften erwartet.

Kontrolle der Finanzberichterstattung der Tochtergesellschaften. Die Anreizstrukturen sollten auf Kapitalrendite und langfristigem Gewinnwachstum basieren, die in allen Teilen des Unternehmens gelten.

Über die Menschen: Langfristig orientierte Eigentümer und ein Management mit "skin-in-the-game".

Das Management sollte transparent sein und sich trauen, zu seinen Fehlern zu stehen -> konsequente Kommunikation über einen längeren Zeitraum.

Sich darauf konzentrieren, langfristig Shareholder Value zu schaffen und sich nicht kurzfristig zu bereichern.

Interne Nachfolgeplanung ist in einem übernehmenden Unternehmen wichtig. Als zum Beispiel Fredrik Karlsson Lifco verließ, wurde Per Waldemarsson eingestellt, der über langjährige Erfahrung innerhalb der Gruppe verfügte.

Keine kurzfristigen Vorgaben von der Geschäftsleitung.

## **Wie analysieren Sie die Zahlen?**

Was den finanziellen Teil betrifft, so analysieren wir, welche Multiplikatoren die Serienerwerber für die Übernahmen zahlen, welche Art von Übernahmen sie tätigen und wie die künftige Veränderung der Unternehmenszahlen aussieht (Margen, Kapitalrendite usw.). Es ist wichtig zu sehen, wie sich die übernommenen Unternehmen nach der Eingliederung in die Gruppe entwickeln.

Wir bevorzugen kapitalschonende Geschäftsmodelle mit hoher Cash Conversion. Die Steigerung des freien Cashflows pro Aktie ist das, was im Laufe der Zeit den Shareholder Value für einen Serienakquisiteur erhöht. Wir glauben, dass EBITA oft ein guter Cashflow-Proxy ist.

Die Bewertung ist natürlich auch ein wichtiger Parameter, den es zu beurteilen gilt. Auf den ersten Blick mögen Serienübernehmer teuer erscheinen. Einer der wichtigsten Faktoren bei der Bewertung aus einer langfristigen Perspektive ist die Fähigkeit des Unternehmens, seinen Cashflow über einen längeren Zeitraum in hohe Kapitalrenditen zu reinvestieren - und aus dieser Perspektive heraus zu beurteilen, welchen Preis wir angesichts unserer Einschätzung/Prognose der Nachhaltigkeit des Gewinnwachstums heute zu zahlen bereit sind. Die heutige Bewertung sagt nichts darüber aus, ob ein Unternehmen in der Lage ist, den Cashflow über einen langen Zeitraum zu einer hohen Rendite zu reinvestieren. Ein Bewertungsmaßstab, den wir verwenden, ist EV/EBITA, aber auch die Qualität des Cashflows ist wichtig zu verstehen.

**„DIE STEIGERUNG DES FREIEN CASHFLOWS PRO AKTIE IST DAS, WAS IM LAUFE DER ZEIT DEN SHAREHOLDER VALUE FÜR EINEN SERIENAKQUISITEUR ERHÖHT.“**

# EIN BLICK HINTER DIE KULISSEN

REQ Capital - Adnan Hadziefendic

**Wie bereits erwähnt, ist der Cashflow wichtig. Gibt es irgendwelche Fallstricke bei der Analyse des Cashflows bei Serienübernehmern?**

Das Wichtigste bei der Untersuchung des Cashflows ist, dass der Cashflow mit der Gewinn- und Verlustrechnung in Beziehung steht. Wir sind misstrauisch gegenüber Unternehmen, die zu viele Posten bereinigen oder eine aggressive Umsatzrealisierung betreiben. Wenn es um den Cashflow geht, ist IFRS 16 (Leasingverhältnisse) ein Punkt, den man im Auge behalten muss, weil er sich stark auf den Cashflow auswirken kann und außerdem von Unternehmen zu Unternehmen sehr unterschiedlich ist. Einige Unternehmen sind in Bezug auf die Auswirkungen von IFRS 16 transparenter als andere.

Darüber hinaus gibt es auch einige Unternehmen, die Zinskosten in die Finanzierungstätigkeit verschieben, was bei der Bewertung des freien Cashflows zwischen verschiedenen Unternehmen bereinigt werden muss.

Die Verwendung von aktivierten Entwicklungskosten kann sich ebenfalls von Unternehmen zu Unternehmen unterscheiden und wie sie ausgewiesen werden. Dies ist unter anderem bei Software- und Spieleunternehmen der Fall.

Etwas, das man auch im Auge behalten sollte, ist die Struktur von Akquisitionen - wenn es große zusätzliche Kaufpreise gibt, werden diese den Cashflow nicht heute, aber möglicherweise in der Zukunft belasten.

Bei vielen der Unternehmen, in die wir investieren, ist der Investitionsbedarf\* mit 1-3 Prozent des Umsatzes gering, aber bei einigen kapitalintensiveren Unternehmen ist es wichtig, den Unterschied zwischen Instandhaltungs- und Wachstumsinvestitionen zu verstehen. Wir versuchen dann, dies genauer zu verstehen und auch mit den Unternehmen zu sprechen, um eine Antwort darauf zu bekommen.

## Was möchten Sie nicht sehen?

Wir mögen auch keine Unternehmen, die zu aggressive Finanzziele haben, angepasste KPIs verwenden, eine geringe Transparenz bei Übernahmen und CEO-Wechseln im Zusammenhang mit großen Übernahmen oder Kapitalerhöhungen aufweisen, oder bei denen das Management verzerrte Anreizstrukturen hat, die Umsatzwachstum belohnen, ohne Kapitalrendite oder Qualität bei den getätigten Übernahmen zu verlangen. Geringe Transparenz und mangelnde Bereitschaft, schwierige Fragen zu beantworten, sind weitere Warnzeichen.

Wenn wir von Warnsignalen sprechen, versuchen wir zu beurteilen, ob ihre Auswirkungen vorübergehend oder dauerhaft sind.

Einige der größeren Warnsignale könnten Änderungen in der Strategie, Änderungen im Kommunikationsstil - wenn es sich um aggressivere Unternehmen als in der Vergangenheit handelt -, kulturelle Veränderungen, Abgänge im Management oder eine schnell sinkende Rentabilität/Kapitalrendite sein. Weitere Anzeichen könnten sein, dass die Unternehmen beginnen, größere und teurere Übernahmen zu tätigen.

Dann sollte man auch auf Unternehmen achten, die kein organisches Wachstum mehr anerkennen, die Definition desselben ändern oder erworbenes Wachstum in das organische Wachstum einbeziehen. Wir haben auch Beispiele dafür gesehen, wie IFRS 16 von Unternehmen, die die Leasingverbindlichkeiten aus der Berechnung der Nettoverschuldung, nicht aber aus dem Ebitda ausschließen, falsch angewendet werden kann. Einige ignorieren auch große bedingte Gegenleistungen, was die sichtbare Verschuldung senkt."

23.1.2024

Quelle:

[PLACERA.SE](https://www.placera.se)

[REQ CAPITAL](https://www.reqcapital.com)

**„WIR MÖGEN AUCH KEINE  
UNTERNEHMEN, DIE ZU  
AGGRESSIVE FINANZZIELE  
HABEN“**





## ACTIVE FUND PLACEMENT

Active Fund Placement GmbH

Schäfergasse 52 | 60313 Frankfurt am Main  
Telefon: +49 69 34 872 77 94  
[www.fundplacement.de](http://www.fundplacement.de)

Amtsgericht Frankfurt am Main | HRB 87594

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer DE264251057

Geschäftsführer: Andreas Kümmert, Stephan Jacobs

Rechtliche Hinweise gem. §16 Abs. 2 und §17 FinVermV

Bitte beachten Sie, dass eine Beurteilung der Angemessenheit der Finanzanlagen im Sinne des § 16 Abs. 2 FinVermV mangels der erforderlichen Informationen nicht möglich ist.

Die Active Fund Placement GmbH erhält laufende Zuwendungen von Dritten (Produktgebern), die anteilig aus den jährlichen Verwaltungsvergütungen und Performance Fees

der jeweiligen Fonds entnommen werden und bei der Active Fund Placement GmbH verbleiben. Die exakte Höhe der vereinnahmten Zuwendungen wird auf Wunsch jedem Investor offengelegt.

Folgen Sie uns in den sozialen Netzwerken und bleiben Sie stets auf dem Laufenden.

Februar 2024



## **Wichtiger Hinweis**

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)