

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Liebe Leserinnen und Leser,

Nr. 7 vom 17. März 2025
Erscheinungsweise: 14-tägig
25. Jahrgang

alles Gute kommt von oben

Mit „oben“ ist in dem Fall der hohe Norden gemeint, genauer: Norwegen. Denn dort befindet sich der Hauptsitz des nordischen Asset Managers REQ Capital, der hierzulande noch relativ unbekannt ist. REQ ist ein Vermögensverwalter, der unter anderem von Oddbjørn Dybvad und Nina Hammerstad (zuvor weltweit verantwortlich für die Immobilieninvestitionen des *Norwegischen Staatsfonds*) gegründet wurde. REQ bietet mit dem REQ Global Compounders A EUR (Acc) einen Fonds an, dessen Strategie bzw. Ansatz sich von Mitbewerbern abhebt und alles andere als alltäglich ist. Uns ist jedenfalls kein Aktienfonds in Deutschland bekannt, der vergleichbar ist. Und genau diese Art von Ansätzen sind oftmals besonders interessant.

Die Personen, das Portfoliomanagement

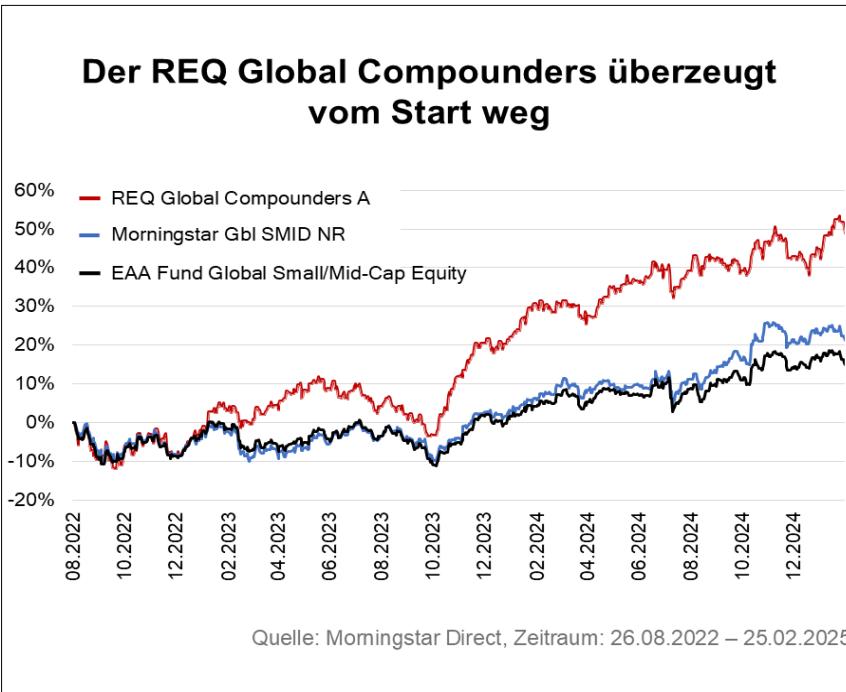
Die verantwortlichen Fondsmanager heißen Oddbjørn Dybvad, Kjetil Nyland und Adnan Hadziefendic. Oddbjørn Dybvad kann auf fast 20 Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement zurückblicken.

Vor der Gründung von REQ arbeitete er 15 Jahre lang bei ODIN Fund Management, wo er die „Compounder-Strategie“ bereits seit 2010 im Globalen Mandat umsetzte. Er hat außerdem einen Master-Abschluss in Wirtschaftswissenschaften mit Spezialisierung auf Finanzen von der Norwegian School of Economics and Business Management (NHH). Kjetil Nyland verfügt über mehr als 10 Jahre Erfahrung in der Finanzbranche in verschiedenen Funktionen als Aktienportfoliomanager und in der Aktien-Analyse auf der Käuferseite. Als Partner bei Borea Asset Management verwaltete er den Borea

Global Equities, einen mit dem EuroHedge-Preis ausgezeichneten Long/Short-Aktienfonds. Außerdem verfügt er über umfangreiche Erfahrung bei Stacc Escali AS, einem der führenden norwegischen Anbieter von Finanzsoftware. Kjetil hat einen Master-Abschluss in Wirtschaft und Verwaltung mit Spezialisierung auf Finanzen von der Norwegian School of Economics (NHH). Und der Dritte im Bunde, Adnan Hadziefendic, hat mehr als 10 Jahre Erfahrung in der Finanzbranche in verschiedenen Funktionen als Kreditanalyst und Senior Analyst bei der Danske Bank und der Swedbank. In seiner Rolle als Senior Analyst war er der Autor der umfangreichsten schwedischen Studie über akquisitionsgetriebene Compounder mit dem Titel „What drives shareholder value for an Acquisition-driven Compounder?“ und präsentierte seine Ergebnisse vor über 100 Führungskräften und Vorständen von Unternehmen. Adnan hat einen Master-Abschluss in Betriebs- und Volkswirtschaft mit Spezialisierung auf Finanzen von der Universität Linköping (LiU).

Der Fokus

Der Fokus liegt auf „Acquisition-driven Compounders“ als cashflow-getriebenen Wachstumsmaschinen und einer dezentralen Kultur. Was steckt hinter diesem Begriff, und was zeichnet diese Unternehmen aus? Es handelt sich dabei um akquisitionsgetriebene börsennotierte Unternehmen. Diese ausgewählten Unternehmen nutzen konsequent seit Jahren ihren eigenen positiven Cashflow für gezielte Übernahmen als Mehrheitsgesellschafter von mittelständischen



Unternehmen. Im Gegensatz zu traditionellen M&A-Strategien, die sich auf seltene, große Transaktionen stützen, legen programmatische Akquisiteure Wert auf einen stetigen Strom kleinerer, häufigerer Übernahmen.

Die akquisitionsorientierten Compounder, in die der Fonds investiert, gehen in erster Linie Partnerschaften mit Familienunternehmen ein, die die Freiheit und die Verantwortung schätzen, die eine dezentrale Kultur bietet – sie bieten Kapital und das Vertrauen, ihre Geschäfte autonom zu führen. Dazu Adnan Hadziefendic, einer der Manager: „Bei REQ definieren wir serielle Akquisiteure als Unternehmen, deren Strategie darin besteht, ihren Cashflow zu reinvestieren, um kleine und oft in Familienbesitz befindliche, profitable private Nischenunternehmen mit langer Historie aufzukaufen.“ Die übernommenen Unternehmen werden manchmal lediglich aufgefordert, monatliche KPIs zu melden.

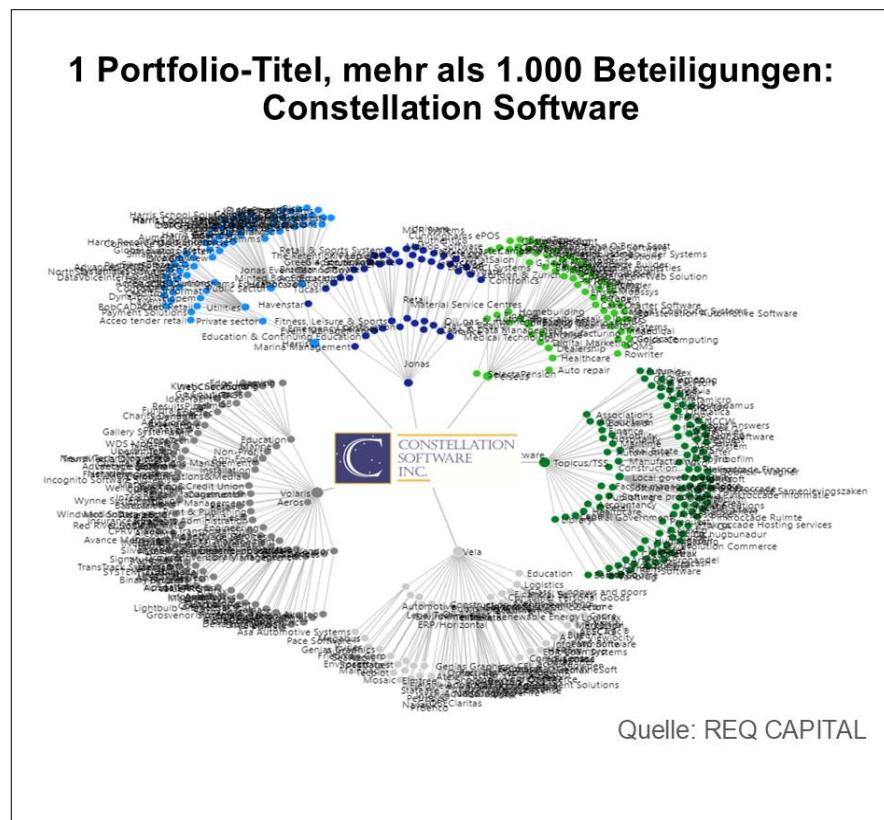
- Cash-Flow Generierung und Umwandlung
- Laufende Kontrolle des Cashflows – dieser sollte möglichst zeitnahe wieder reinvestiert werden
- Lagerbestand
- Wachstumskennziffern

Charaktereigenschaften

Diese mittelständischen Unternehmen haben positive Wachstumsaussichten und attraktive Eigenkapital-Renditen, und oftmals findet der Inhaber keinen Nachfolger aus der eigenen Familie. Ziel ist es, diese Unternehmen weiterhin unabhängig agieren zu lassen und ihnen zu helfen, ihre Wachstumsziele zu erreichen. Vorteil dieser *dezentralen* Unabhängigkeit: Es gibt keine leidigen Konsolidierungen und übergreifende IT-Projekte für Optimierungen, da die erworbenen Firmen in ihrem Geschäftsmodell *ohne Vorgaben* weiter wie bisher agieren dürfen. Die akquirierten Unternehmen verbleiben in der Holding eigentlich für immer. Es gibt keinerlei Verkaufsdruck. Lediglich eine konsequente Nachfolgeplanung wird mit dem Tag der Übernahme bindend vereinbart.

Generalisten und Spezialisten

REQ unterscheidet bei den Akquisitionsunternehmen zwischen Generalisten und Spezialisten. Generalisten sind branchenunabhängig, während die Spezialisten in einem ganz bestimmten Sektor bzw. in einer Nische tätig sind. Bei der Auswahl der Unternehmen spielt ein nachhaltiges Wachstum ebenfalls eine Rolle. So sollen die Unternehmen im besten Fall über Jahr-



zehnte kontrolliert wachsen können. Und hier sind die Generalisten im Vorteil: Denn wenn ein Unternehmen auf eine Nische fokussiert ist, stellt sich die Frage, inwieweit sich der Sektor in Zukunft verändert. Aus diesem Grund enthält das Portfolio überwiegend Generalisten, Spezialisten werden beigemischt.

Von der Heimat in die große weite Welt

Die Manager bei REQ achten außerdem darauf, dass akquirierende Unternehmen in ihren Heimatmärkten bereits auf einer stabilen Basis stehen, bevor sie dann regional expandieren.

Das schwedische Unternehmen Addtech ist dafür ein gutes Beispiel, da es erst vor nicht allzu langer Zeit begonnen hat, außerhalb des Nordens sich nach potenziellen Übernahme-Kandidaten umzuschauen.

Warum Akquisiteure?

Gemäß REQ bieten diese Serienerwerber diversifizierte Cashflows aus vielen unterschiedlichen Endkunden und Märkten. Sehr oft sind sie langfristig ausgerichtet und die Bilanz weist außerdem einen sehr niedrigen Verschuldungsgrad auf. Aus Renditegesichtspunkten betrachtet, liefern die Unternehmen Wachstum aus zwei Richtungen: zum einen ein organisches Wachstum, zum anderen sind sie in der Lage, ihr Kapital über eine lange Zeit zu hohen Renditen zu reinvestieren. Bei vielen der besten Aktien in der Vergangenheit (letzte 10, 20 oder gar 30 Jahre) war es genau diese Art von Unternehmen, die diese Kriterien erfüllte. In diesem Zusammenhang tauchen beispielsweise eher unbekannte Namen auf wie Addtech, Lagercrantz, Indutrade, Lifco, Vitec oder auch Assa Abloy. Eine durchschnittliche Übernahme hat in etwa den Wert von 1–2 % des eigenen Umsatzes des Mutterunternehmens.

Kriterien

Es gibt eine Reihe von Anforderungen an Zielinvestments, die die Manager aufführen. Hier eine kleine Auswahl: Ein Serienakquisiteur sollte nachhaltig und stabil wachsen, auch mit Blick auf die Anzahl der Übernahmen. Das Wachstum sollte aus dem eigenen Cashflow finanziert werden und nicht etwa durch die Ausgabe neuer Aktien. Zudem sollten nur qualitativ starke Unternehmen mit einer langen Historie und starken Marktpositionen gekauft werden. Turnaround-Kandidaten stellen keine Zielinvestments dar.

Das Anlageuniversum

Im weltweiten Anlageuniversum befinden sich rund 350 Unternehmen. Ein Beispiel für ein deutsches Unternehmen ist Nemeschek. Die Manager finden überwiegend in Europa, Nordeuropa und in den USA sowie Kanada geeignete Unternehmen, in Asien so gut wie nichts. Bei der Marktkapitalisierung gibt es keine harte Grenze, der Sweet-Spot liegt bei 7 bis 9 Mrd. Euro Market-Cap; das größte im Fonds allokierte Unternehmen liegt aktuell bei knapp 100 Mrd. Euro.

Genügend Übernahmeziele?

Bei der großen Anzahl an jährlichen Übernahmen stellt sich die Frage, ob es überhaupt noch genügend hochwertige Übernahmeziele gibt oder der Markt allmählich ausgedünnt wird. Die so genannten Spezialisten stehen diesbezüglich vor einer besonderen Herausforderung, da es durch ihre Konzentration auf einen speziellen Sektor durchaus sein kann, dass die hochwertigen Akquisitionsziele ausgehen. Damit wären sie gezwungen, in einem unteren Regal zuzugreifen, um ihr Wachstum weiter voranzutreiben. Bei den Generalisten sieht die Welt anders aus, wie der Manager erläutert: „Für Generalisten gibt es viele Unternehmen, die übernommen werden können. Unsere Untersuchung zeigt beispielsweise, dass es in Skandinavien fast 60.000 private Unternehmen gibt, die die Kriterien eines Umsatzes von weniger als 500 Mio. SEK und eines EBIT von über 5 Mio. SEK mit einer Betriebsmarge von über 8 % erfüllen. In der EU gibt es etwa 22 Mio. kleinere und mittlere Unternehmen 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.“

Neue Portfolio-Position

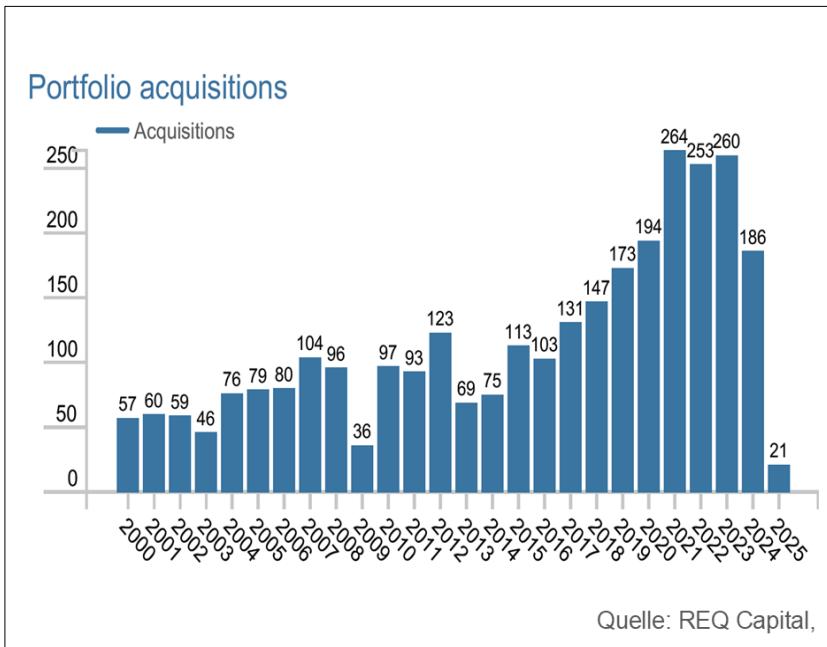
An dem kürzlich erfolgten Börsengang von Röko SE (privat seit 2019) hat sich REQ beteiligt. REQ ist damit ein Ankerinvestor und beteiligt sich mit größeren Positionen. Die Firma wird geleitet von Fredrik Karlsson, der Lifco (ebenfalls eine Portfolio-Position) in 20 Jahren ohne Kapitalzufluss von 350 Mio. SEK Buchwert auf 100 Mrd. SEK gebracht hat. Da Lifco bereits seit längerem eine Portfolio-Position ist, kennen die Fondsmanager Fredrik und das Team sehr gut. REQ sieht in dieser Beteiligung eine

großartige Gelegenheit für die Fondsinvestoren, frühzeitig in ein fantastisches Unternehmen einzusteigen, das von einem der beeindruckendsten Kapitalbeschaffer der Welt (Fredrik Karlsson und seinem Team) geführt wird. 20 Jahre lang wurde Lifco von Fredrik geleitet, und Lifco ist seit dem Börsengang im Jahr 2014 um das 14-fache gestiegen. REQ glaubt, dass dies ein neues Lifco werden kann, und es hat erst 20 % der aktuellen Größe von Lifco erreicht.

Das Portfolio

Es handelt sich um ein konzentriertes Portfolio (nur 20 bis 30 Titel) mit aktuell etwas mehr als 20 Positionen, zum größten Teil Mid-Caps. Unter den Top Ten befinden sich Namen wie Röko SE; Constellation Software, Lifco, Heico Corp. oder auch Lumine Grp. Die Top Ten machen etwas mehr als die Hälfte des Portfolios (*AuM aktuell bei 155 Mio. Euro*) aus. Bei den Regionen dominiert Europa, gefolgt von den USA und den Nordics. Unter den Sektoren sind Industrials am höchsten allokiert, danach folgt IT und mit ordentlichem Abstand unter anderem Healthcare und Materials. Im letzten Jahr wurden auf Portfolioebene insgesamt 185 Übernahmen getätigt, in den letzten 5 Jahren gab es in

Summe durchschnittlich 231 Übernahmen, und in den letzten 10 Jahren hat jedes der Unternehmen im Fonds im Schnitt 9 Übernahmen pro Jahr vorgenommen. Ein Hinweis zur Grafik zu den Daten vor Auflage des Fonds: Man nimmt hier die aktuellen Portfolio-Gesellschaften als Grundlage und weist die historischen Übernahmen der Unternehmen aus, um die Nachhaltigkeit/Langfristigkeit der Übernahmen zu dokumentieren. Da der Fonds noch keine lange Historie hat, ist die Performance noch nicht aussagekräftig genug; nichtsdestotrotz sind sie überzeugend (siehe Chartgrafik), und damit setzt sich die Erfolgsgeschichte des Managers nahtlos fort.



Wenn man sich die Bewertungen der allokierten Titel anschaut, sieht man keine sehr günstigen Positionen. Dies ist aber die Regel und nicht die Ausnahme. Akquisitionsunternehmen, wie sie hier allokiert werden, werden nur bei extremen und seltenen Verwerfungen wirklich günstig sein, ansonsten sind sie eher höher bewertet. Insofern erübrigt sich die Frage, wann der Zeitpunkt eines Fondskaufs günstig ist. Ebenfalls wichtig zu wissen: Die allokierten Unternehmen profitieren in Krisenzeiten, denn da werden oft die besten Übernahme-Deals ausgehandelt, und man bekommt hohe Qualität zu einem günstigen Preis. In der nächsten Aufschwungphase macht sich dies dann entsprechend positiv bemerkbar.

Hohe Bewertungen der Portfolio-Titel

Fazit:

REQ Global Compounders A EUR (Acc)	
WKN	A3D7VV
Auflagedatum	06.02.2022
Fondsvolumen	155 Mio. Euro
Verantwortlich	REQ Capital
Peergroup	Aktien global - Nebenwerte
Kontakt	https://req.no/ https://fundplacement.de/

Mit diesem globalen Nebenwertefonds bekommen Anleger Zugang zu kleinen profitablen mittelständischen Unternehmen weltweit. Es handelt sich zwar um ein hochkon-

zentriertes Portfolio, doch aufgrund der Portfoliostruktur bekommt der Anleger ein sehr breit diversifiziertes Portfolio (siehe auch Grafik Seite 2: Constellation Software).

Der Track Record des verantwortlichen Managers (dies, sowie wie weitere ausführliche Informationen abrufbar unter <https://fundplacement.de/portfolio/req/>) ist überzeugend und zeigt, dass die Zielrendite 10–15 % p.a. über einen längeren Zeitraum nachhaltig erzielt werden kann. Wer neben den üblichen globalen Aktienfonds einen etwas anderen Ansatz sucht, sollte sich den **REQ Global Compounders** näher anschauen.

zentriertes Portfolio, doch aufgrund der Portfoliostruktur bekommt der Anleger ein sehr breit diversifiziertes Portfolio (siehe auch Grafik Seite 2: Constellation Software).

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir
herzlichst

„Eine Lüge ist bereits drei Mal
um die Erde gelaufen, bevor sich
die Wahrheit die Schuhe anzieht.“

Mark Twain



Michael Bohn



Markus Kaiser



Werner Lang

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmisbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.