

## **Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds**

### **Quartalsbericht zum 31.03.2019**

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

um es gleich auf den Punkt zu bringen, wir sind mit der Performance in den letzten 12 - 15 Monaten alles andere als zufrieden – sowohl absolut als auch relativ zur Benchmark. Um zu verstehen, warum das so ist und um etwas daraus zu lernen, haben wir die Entwicklung tiefergehend analysiert. Nachfolgend erläutern wir, wo wir unseren Hauptfehler sehen.

Wenn man in die Anfangsjahre des Fonds 2013 bis 2015 zurückblickt, dann gab es in dieser Zeit eine große Anzahl an qualitativ hochwertigen Unternehmen, mit einem guten Management und einer teilweise sehr günstigen Bewertung. Wir hatten die Qual der Wahl und mussten „nur“ die attraktivsten der vielen interessanten Unternehmen selektieren. Diese Situation hat sich ab 2016 / 2017 langsam geändert. Die Bewertungen stiegen und die Quantität an guten Opportunitäten wurde geringer. So mussten wir immer tiefer „graben“, um gute Unternehmen zu finden, die noch halbwegs günstig bewertet waren. Im ersten Halbjahr 2018 hat sich diese Situation schließlich zugespitzt. Sowohl die sehr guten als auch die guten Unternehmen waren teuer, größtenteils sogar sehr teuer. Genau hier haben wir unseren größten Fehler begangen. Anstatt das aus Titelverkäufen erzielte Cash zu „horten“ und zu warten bis Mr. Market uns wieder gute Unternehmen zu einem vernünftigen Preis anbietet, haben wir noch tiefer „gebuddelt“, um neue günstige Ideen zu finden. Welche Titel sehen in einem boomenden Wirtschafts- bzw. Börsenumfeld optisch günstig aus? Das sind v.a. die qualitativ schwachen Unternehmen, die sich in einem strukturell schrumpfenden Markt befinden, die durch eine Restrukturierung gehen oder von einem fragwürdigen Management geführt werden. Im Rückblick betrachtet sind wir bei unserem Grundinvestmentansatz – good business, good people, good price – zu viele Kompromisse eingegangen. Wir möchten Ihnen die größten Einzeltitelfehler kurz darstellen:

**Tom Tailor:** Schwieriger Modemarkt, keine begehrten Marke, Tochter Bonita mit strukturellen Problemen und hohe Verschuldung

**AMS:** Sensorhersteller mit zu hoher Einzelkundenabhängigkeit, hoher Verschuldung und zweifelhaftem Management

**Antalis:** Papiergroßhändler in einem strukturell schrumpfenden Markt mit zu hoher Verschuldung

**Interserve:** Outsourcingdienstleister aus UK in Restrukturierungsphase mit zu hoher Verschuldung

**Gama Aviation:** Service-Dienstleister von Privatjets aus UK mit komplizierter Bilanz und unseriösem Management

Wir haben uns mittlerweile von diesen Unternehmen, bei denen wir unseren Qualitätsanspruch vernachlässigt hatten, teils mit hohen Verlusten, getrennt. Sie können versichert sein, dass wir aus diesen Fehlern unsere Lehren ziehen werden. Cash zu halten, wenn wir keine qualitativ guten Unternehmen mit Sicherheitsmarge finden, ist aus unserer Sicht die bessere Alternative.

Bei allen neuen Investments der letzten Monate, wie z.B. **Ferronordic** (im Bericht Q4 2018 vorgestellt), sind wir keine Kompromisse eingegangen. Auch bei unserer aktuell größten Position **Instalco**, sind wir überzeugt, eine erstklassige Firma gefunden zu haben, die von einem seriösen und äußerst bodenständigen Unternehmer geführt wird und welche wir mit einem deutlich Abschlag zum fairen Wert erwerben konnten. Nachfolgend finden Sie eine etwas ausführlichere Schilderung zu den Gründen für unsere Überzeugung und die hohe Gewichtung.

## **Instalco**

Eine junge Firma mit einem „alten“ Entrepreneur – passt das zusammen?

Instalco ist eine Beteiligungsfirma im Bereich Installationsdienstleistungen, die vom heute 60-jährigen CEO Per Sjöstrand im Jahr 2014 gegründet wurde. Er war zuvor über 20 Jahre Geschäftsführer bei diversen Unternehmen aus dieser Branche. Dabei hat er festgestellt, dass zu viel Zentralität demotiviert und wenig Werte schafft. Bei der Gründung von Instalco hat er mit finanzieller Unterstützung eines Private Equity Investors fünf kleine Installateure gekauft und unter einem Dach vereint.

### **Geschäftsmodell – good business**

Zur Gruppe gehören heute mittlerweile 52 Unternehmen, die im Schnitt ca. EUR 8 Mio. Umsatz erzielen. Es handelt sich bei diesen Unternehmen um Komplettlösungsanbieter im Bereich Heizung, Sanitär, Elektro, Kälte und Lüftung. Die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter liegt bei rund 40 pro Unternehmen. Instalco ist bisher ausschließlich in den skandinavischen Ländern Schweden, Norwegen und Finnland aktiv. Lediglich 10% der Umsätze sind vom zyklischen Wohnungsneubau abhängig. Das Hauptgeschäft generiert die Firma im weniger zyklischen Renovierungsgeschäft sowie mit staatlichen Auftraggebern (Schulen, Gefängnisse, Kindergärten, Krankenhäuser) und auch Industrie-, Logistik- und Retailkunden.

Die Tochterunternehmen fokussieren sich auf mittelgroße Aufträge mit einem Volumen von EUR 0,1 – 7,5 Mio. Aus Risikogesichtspunkten werden große Prestigeprojekte ebenso

gemieden wie Kleinstaufträge. Außerdem werden ab einer Projektgröße von EUR 3 Mio. keine Fixpreisverträge abgeschlossen.

Früher haben M&A-Berater Zielfirmen präsentiert. Mittlerweile ist man darauf nicht mehr angewiesen, da Instalco in der Branche sehr bekannt geworden ist und verkaufswillige Handwerksbetriebe über ihr Netzwerk zugetragen bekommt. Des Weiteren sucht man die Targets aber auch selbst. In Schweden gibt es eine Art Bundesanzeiger für alle eingetragenen Firmen. Darin müssen alle schwedischen Unternehmen Ihre Bilanz und GuV veröffentlichen. Darauf basierend kann Instalco relativ einfach gezielte Screenings durchführen. Bei der Recherche schaut man v.a. darauf, ob das Zielunternehmen in den letzten 3-5 Jahren stabil hohe Margen erzielt hat. Sanierungs- oder Restrukturierungsfirmen werden nicht gekauft.

Beim Verkäufer ist es ihnen wichtig, dass er entweder an Bord bleibt oder bei einem Verkauf aus Altersgründen ein potentieller Nachfolger bereits feststeht. Wenn der Geschäftsführer an Bord bleibt ist die wichtigste Frage, sie sich Instalco beim Kauf stellt: *„Does he love the money or does he love the business?“*

„Über“ den 52 operativen Einheiten befindet sich die Holding, die mit 11 Mitarbeitern sehr schlank aufgestellt ist. Lediglich 4 davon sind mit administrativen Tätigkeiten beschäftigt. Die 6 Regionalleiter und der CEO sind oft bei den operativen Einheiten vor Ort. Nicht um Mikromanagement zu betreiben, sondern um als Sparringspartner für die Geschäftsführer zu fungieren.

Diese sehr schlank und dezentral aufgestellte Unternehmensstruktur hat einen gewichtigen Vorteil. Die Geschäftsführer der Tochterunternehmen haben „alle“ Freiheiten, in ihren lokalen Märkten eigenständig zu operieren – so bleibt der Gründergeist in hohem Maße erhalten („acting like owners“). Das ist ein Grund, weshalb rund 2/3 der Gesellschaften weiterhin von den ehemaligen Gründern geführt werden – sie haben weiterhin die volle Profitverantwortung. Für Per ist dies einer der zentralen Punkte, um sicher zu stellen, dass der Unternehmergeist bei den Geschäftsführern weiterlebt, auch wenn sie nicht mehr Eigentümer sind. Die Verantwortlichen sind motiviert, da sie Entscheidungen treffen können, ohne vorher einen zehnköpfigen Ausschuss überzeugen zu müssen. *„I love painting my own painting“*, so Buffett. Mikromanagement, aus der Holding heraus diktiert, wirkt hingegen demotivierend.

Neben den Vorteilen dieser stark dezentral ausgerichteten Geschäftsstrategie, kann Instalco aber auch in einigen Bereichen „zentrale“ Synergien heben.

Im Einkauf können beispielsweise recht einfach 3-5% eingespart werden, da auf Grund der Größe bei den Lieferanten gute Einkaufskonditionen für die gesamte Gruppe verhandelt wurden. Die Geschäftsführer könnten sich zwar weiter bei ihren bestehenden Lieferanten bedienen, diese einfach zu hebende Synergie der Gruppenkondition wird aber von allen

genutzt. Das liegt auch daran, dass Instalco mit den Geschäftsführern sehr transparent umgeht. Jeder sieht die Margen der anderen Gesellschaften. So wird unter allen ein gewisser sportlicher Ehrgeiz entfacht – keiner will in der Rangliste ganz unten stehen.

Ein weiterer zentraler Baustein ist die vom CEO ins Leben gerufene Instalco-Akademie. In dieser werden viele leitende Mitarbeiter der Töchter geschult. So können „best practice“ in die gesamte Gruppe getragen werden und potentiell junge talentierte zukünftige Geschäftsführer frühzeitig erkannt und gefördert werden. Aus diesem internen Netzwerk heraus werden auch Umsatzsynergien geschaffen. Eine Firma, die nur Elektroinstallationen anbietet, versucht bei Kundenprojekten, z.B. auch sein Schwesterunternehmen im Sanitärbereich, mit ins Boot zu holen und vice versa - der eine hilft dem anderen. Je mehr Firmen in einer Region unter dem Instalco-Dach wohnen, desto höher ist das Cross-Selling-Potential.

Ein Beispiel soll verdeutlichen, dass Instalco nicht kurzfristig denkt, sondern über den Tellerrand hinausschaut. Instalco wurde in der Vergangenheit immer wieder von jungen Handwerkern angesprochen, die sich selbständig machen wollen. Einige kamen von Konkurrenten, einige aus dem Freundeskreis der Geschäftsführer. Mit fünf von ihnen haben sie eine Firma gegründet, die zu 70% Instalco und zu 30% dem Gründer gehört. Nach drei Jahren kann Instalco ihm die 30% zu 3x EBIT abkaufen. Dem jungen Gründer wird der Sprung in die Selbständigkeit ermöglicht, er kann finanziell vermögend werden und weiterhin so selbstverantwortlich arbeiten, als wäre es seine eigene kleine Sanitärfirma. Das bringt kurzfristig keine großen Umsatz- oder Ertrags sprünge. Wenn man aber 10 Jahre in die Zukunft denkt, dann können solche internen Startups durchaus zu nennenswerter Größe reifen. Ein von Quartalsbericht zu Quartalsbericht denkender Konzern würde so eine Möglichkeit wohl nicht bieten.

Die Mitarbeiterfluktuation in Höhe von nur 1,4% verdeutlicht, dass es anscheinend auch nach so vielen Akquisitionen Spaß macht für die Instalco-Gruppe zu arbeiten. Da es auch in Schweden schwierig ist, gute Handwerker zu finden, ist eine niedrige Fluktuation ein wichtiger Erfolgsindikator für uns. Humankapital ist das Kapital der Zukunft.

Kann man mit diesem Geschäftsmodell auch Geld verdienen?

Das Geschäftsmodell eines Installateurs könnte man leicht als langweilig oder wenig „sexy“ verkennen. Es zeichnet sich jedoch durch ein ganz besonderes Merkmal aus: „Asset light“. Instalco kommt mit sehr geringen Investitionen aus, um das Geschäftsmodell aufrecht zu erhalten. Bürogebäude, Lagerflächen, IT und die Kastenwagen können gemietet oder geleast werden. Lediglich die Werkzeuge der Handwerker werden angeschafft. Deshalb erzielen gut gemanagte Installateure hohe Kapitalrenditen und hohe freie Cash Flows – wenn Sie das Projekt- und Forderungsmanagement im Griff haben!

## **Einkaufspreis - good Price**

Instalco hat im Geschäftsjahr 2018 rund EUR 420 Mio. umgesetzt und ein EBIT in Höhe von EUR 35 Mio. erreicht – was einer EBIT-Marge von knapp 8,5% entspricht.

Für das künftige anorganische Wachstum ist entscheidend, wie viele Unternehmen Instalco im Jahr erwerben kann. Das Ziel von EUR 60 - 80 Mio. zugekauften annualisierten Umsatz p.a. wurde im Jahr 2017 übertroffen. Die 15 im Jahr 2018 erworbenen Installationsfirmen mit einem annualisierten Umsatz in Höhe von rund EUR 75 Mio. werden in 2019 zu einem deutlichen Umsatz- und Ergebnisanstieg beitragen. Damit sollte das 2019er EV/EBIT bei rund 8,0 landen, was einem KGV von rund 9,5 entspricht (gerechnet auf unseren Einstandskurs). Wir glauben, dass wir Instalco damit deutlich unter deren fairen Wert erwerben konnten.

Wenn eine Firma wie Instalco im Jahr 2018 um rund 40% wächst, sagt das allerdings noch rein gar nichts aus. Die entscheidende Frage ist, mit welchem Kapitaleinsatz dieses Wachstum erzielt wird – unabhängig ob organisch oder anorganisch.

Alle bisher akquirierten Firmen wurden im Schnitt zu einem EBIT-Multiple von 4,2 erworben.

Instalco zahlt also für eine Firma, die EUR 1 Mio. EBIT macht, einen Kaufpreis in Höhe von ca. EUR 4 Mio. – das entspricht einer Rendite von 25%. Genau das suchen wir, eine Firma die hohe Kapitalrenditen (ROCE) aus dem operativen Geschäft erwirtschaftet und gleichzeitig den freien Cash Flow mit hohen Renditen ins Geschäft reinvestieren kann. Beides ist bei Instalco der Fall.

Für uns hat Per mit Instalco ein Geschäftsmodell geschaffen, das skalierbar ist und auf Grund der erläuterten Charakteristika hohe freie Cash Flows generiert. Diese wiederum können in weitere Akquisitionen reinvestiert werden. Da der Marktanteil von Instalco in den skandinavischen Ländern gerade einmal bei 3% liegt, bleibt noch genügend Raum für weiteres Wachstum. Per meinte, dass er keine Firma in Deutschland, Benelux oder UK kennt, die ein ähnliches Modell wie Instalco betreibt. Es ist durchaus denkbar, dass Instalco mittelfristig seine Fühler auch nach Zentraleuropa ausstrecken wird.

## **Management – good people**

Wenn ein Unternehmen nach 5 Jahren an die Börse geht, dann schwingt immer ein Gedanke im Hinterkopf mit – haben die Eigentümer die Braut hübsch gemacht, um Kasse zu machen? Wir sind überzeugt, dass das für die handelnden Personen nicht gilt. Der Private Equity Fonds ist zum IPO und kurz danach komplett ausgestiegen, was durchaus ein übliches Vorgehen ist. Der CEO hat keine einzige seiner Aktien zum IPO verkauft und ist mit knapp 10% größter Aktionär. Der CFO, alle Aufsichtsräte sowie jeder der Regionalleiter halten Aktien in nennenswertem Umfang. Das gilt ebenfalls für viele Geschäftsführer in den operativen Beteiligungen. So ein starkes persönliches Commitment findet man sehr selten.

Der verantwortliche Leiter für Finnland, der diesen Job nach seinen Worten nur bekommen hat, weil er am längsten in der Sauna bleiben kann, sagte uns: „Ich habe all meine Eier in Instalco“.

Wir werden zwar nicht alle Eier in einen Korb legen, haben Instalco allerdings zur größten Fondsposition ausgebaut, weil wir die Firma sowohl kurzfristig, als auch unter langfristigen Gesichtspunkten für ausgesprochen attraktiv erachten.

Das Theater um den Brexit, der nach wie vor ungelöste Handelskonflikt und die etwas unsichere konjunkturelle Lage haben inzwischen zu einem recht schlechten Sentiment gegenüber den Europäischen Aktienmärkten geführt. Dies hat zur Folge, dass wir wieder mehr gute und sehr gute Unternehmen finden, die deutlich unter ihrem fairen Wert notieren. Wenn wir unser gesamtes Portfolio betrachten, sowohl die Höhe unserer Sicherheitsmargen als auch die Qualität unserer Unternehmen, dann stimmen wir aktuell nicht in die pessimistischen Molltöne gegenüber europäischen Aktien ein. Ob sich das dann in eine entsprechende Performance ummünzen lässt, wird die Zukunft zeigen...

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Fondsmanager

Berater (Research)

Hinweis: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind die Verkaufsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.

Disclaimer: Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation ("KI") im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese "KI" wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese "KI" begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese "KI" ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser "KI", eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die vorliegende "KI" ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Herausgeber: Die Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg, besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die Fortezza Finanz AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der "KI" oder Teilen hiervon entstehen.