

– Compounding Galore –

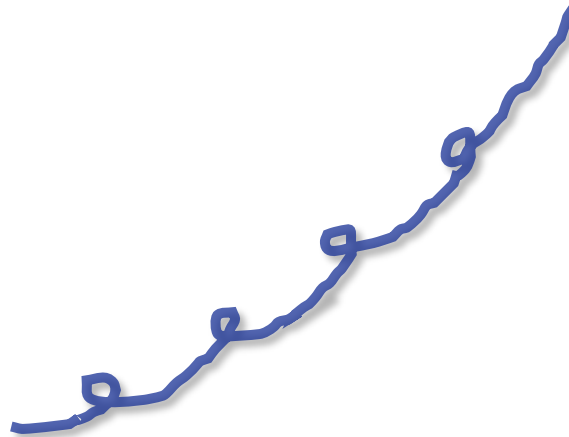
Constellation Software

Matthias Riechert

Omaha, Mai 2017

Was ist eigentlich ein Qualitätsunternehmen?

Ein Qualitätsunternehmen (“great business”) hat eine Reihe von Eigenschaften, die es erlauben ...



... freie Cashflows zu abnorm hohen inkrementellen Returns zu reinvestieren.

Beispiel 1 – Reinvestieren in organisches Wachstum

Wal-Mart in den 1980ern – Benchmark!

In \$Mio	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
NOPAT	67	91	134	175	250	318	404	549	772	1064
Reinvestment	107	146	332	209	244	564	485	752	1107	1012
Free Cash Flow	-40	-55	-199	-34	6	-246	-81	-204	-335	52
Reinvestment Rate	161%	161%	249%	119%	98%	178%	120%	137%	143%	95%

Learning 1:
Ein *richtig* gutes
Unternehmen
reinvestiert mehr
als freie CFs (!)

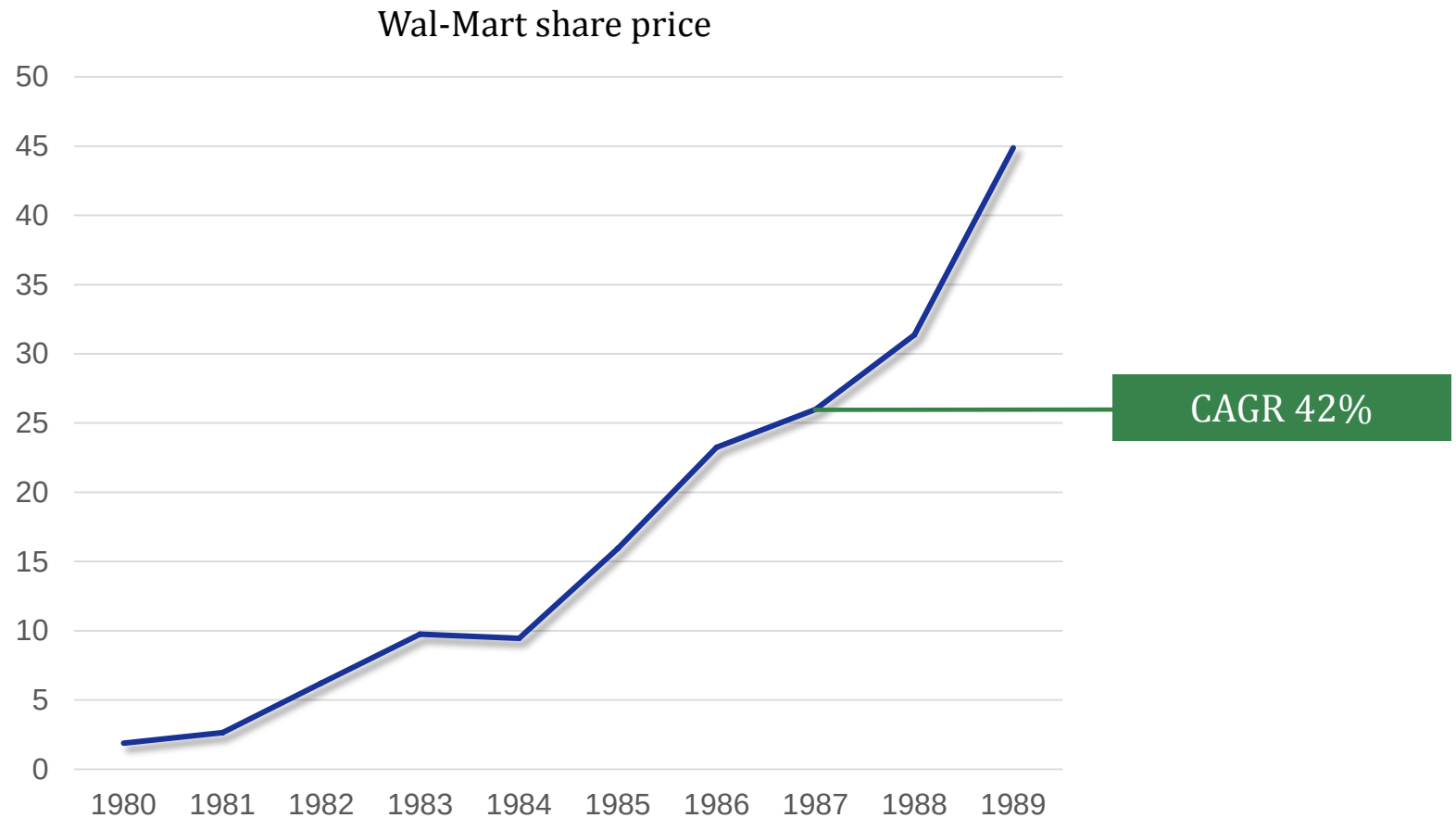
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
ROC (NOPAT/Avrg. Capital)	20%	20%	19%	18%	21%	20%	19%	20%	21%	23%
Cost of Capital (Estimate)	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Spread	8%	8%	7%	6%	9%	8%	7%	8%	9%	11%
x Capital (in \$Mio)	329	455	694	965	1191	1595	2120	2738	3668	4727
"= Economic Value Add"	27	36	50	59	107	126	150	220	332	497

Learning 2:
Essenziell: ROC >
Kapitalkosten

Source: own research and Stern Stewart & Co, "The quest for value", G. Bennett Stewart, 1991

Beispiel 1 – Reinvestieren in organisches Wachstum

Aktienkurs folgt der Unternehmensentwicklung.



Beispiel 2 – Reinvestieren in Akquisitionen

Constellation Software in den letzten 11 Jahren.

In \$Mio	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Adj. Net Income	24	33	54	62	84	140	172	207	274	371	395
Acquisitions	19	56	71	42	83	46	138	523	122	249	178
Free Cash Flow (after acq.)	5	-23	-17	20	1	94	34	-316	152	122	217
Reinvestment rate	79%	170%	131%	68%	99%	33%	80%	253%	45%	67%	45%

Insgesamt
84% von NI
oder 1.1x
NOPAT in
M&A
reinvestiert

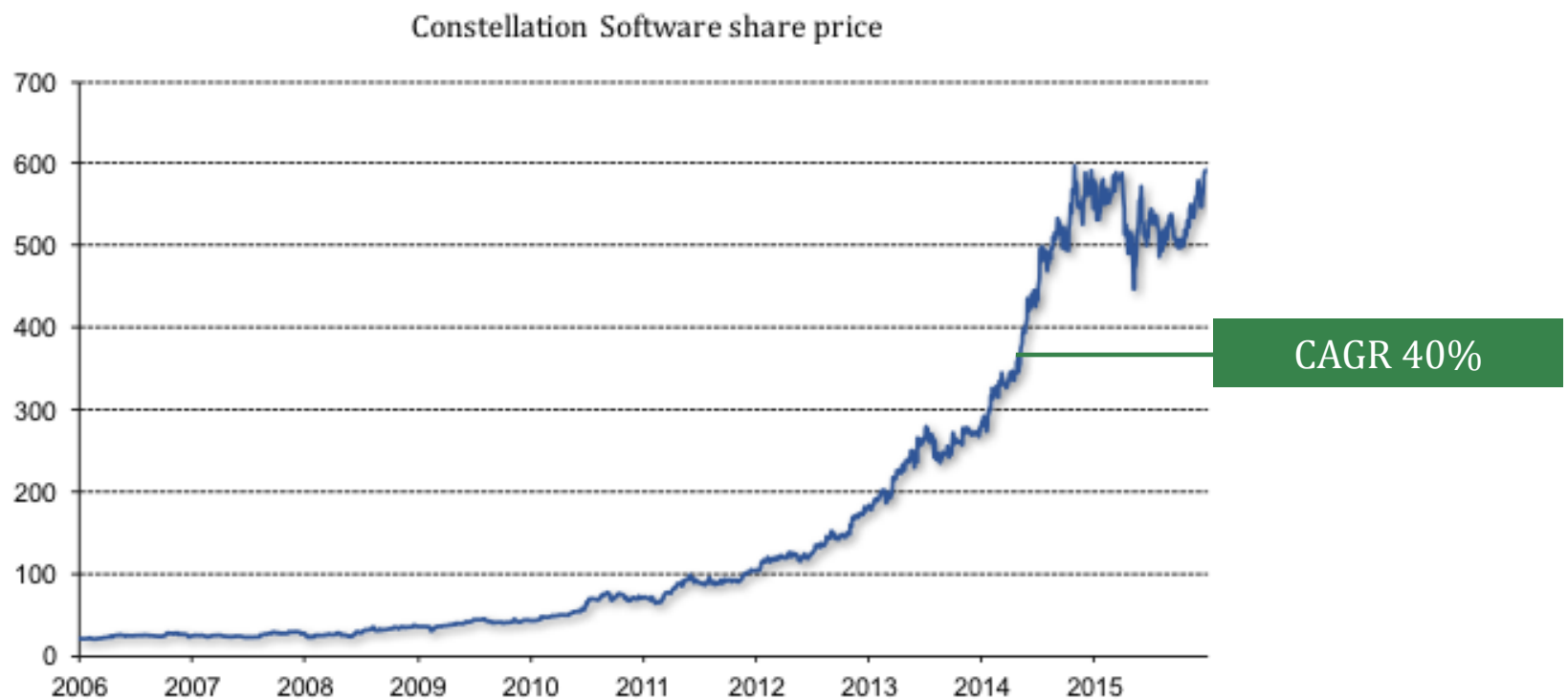
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROC (Adj. NI/Avrg. Capital)	20%	21%	28%	24%	26%	36%	35%	35%	37%	38%	31%
Cost of Capital (Estimate)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Spread	10%	11%	18%	14%	16%	26%	25%	25%	27%	28%	21%
x Capital (\$Mio)	123	154	195	256	325	394	491	585	739	965	1261
=EVA	12	18	35	36	52	101	123	149	200	275	269

ROC ist
deutlich
hoeher als
Kapital-
kosten. EVA
waechst.

Source: Company and own Research

Beispiel 2 – Reinvestieren in Akquisitionen

... produzierte bis heute ein ähnlich phänomenales Ergebnis fuer Aktionaere.



Eigenschaften von Constellation Software

Übersicht

Constellation Software (CSU.T) ist ein Konglomerat im Softwarebereich. Das Unternehmen akquiriert und managt etwa 200 Softwarefirmen, die sich auf die Anforderungen von vertikalen Kundengruppen spezialisieren.

Aktienkurs am 1.5.2017	CAN\$ 630
Mcap	CAN\$ 13,20 Mrd.
TEV	CAN\$ 13,06 Mrd.

P/E (LTM)	42x
TEV/adj. EBITA	25x
TEV/Sales	4,4x

P/OE **21x**

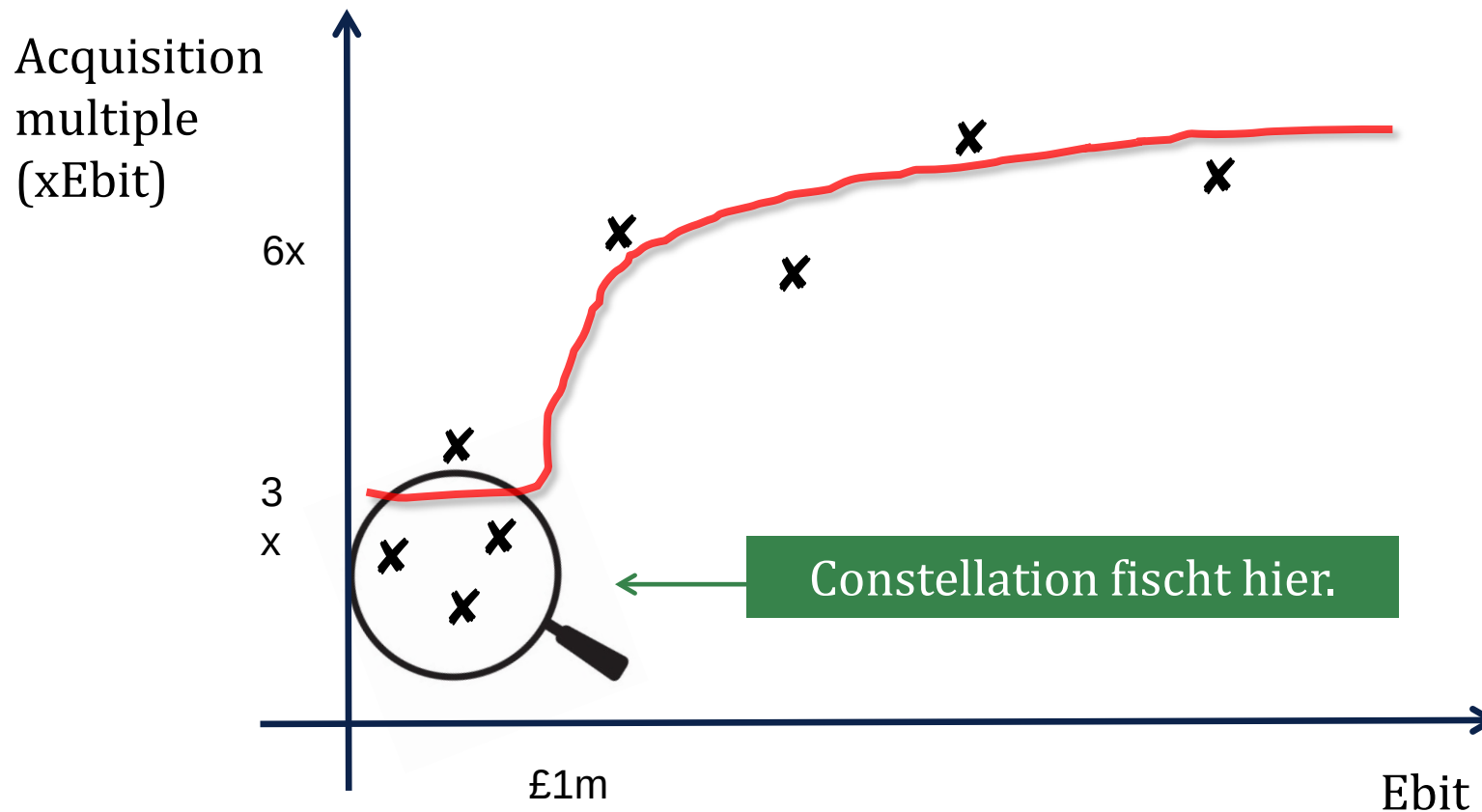
Basierend auf 2017E Schätzung von Owner's Earnings (adjusted net income)



Dies ist *nicht*
Mark Leonard.

Systematisches Einsammeln von vielen kleinen Fischen

Fragmentiert. Es gibt etwa 30.000 private Softwarefirmen, von denen sich etwa die Hälfte für Constellation eignet.



Kultur exzellenter Kapitalallokation

Lawrence Cunningham wurde kürzlich beauftragt, die Kultur der Firma zu untersuchen. Im Gespräch erwähnte er folgende Merkmale:

- Autonomie
- Dezentralisation
- Rationalität
- Disziplin
- Verantwortung / “Ownership”
- Vertrauen in die nächste Generation



*“Mastering
Capital Allocation”*

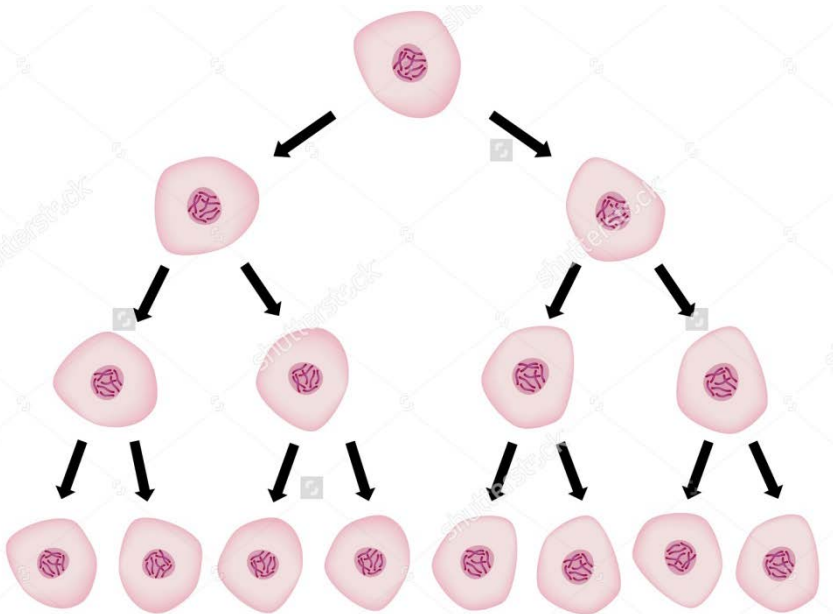
Konzept der Zellteilung

Entgegen dem üblichen Drang nach immer größerer Verantwortung, werden bei Constellation Business Units geteilt, sobald sie zu gross werden.

Junge Business Manager werden
zu Kapital-Allokatoren:

“If we train a couple of hundred BU managers to be competent part-time capital allocators and provide them with acquisition analysis and structuring support (...), then I can foresee the day when we are doing 100 acquisitions p.a.”

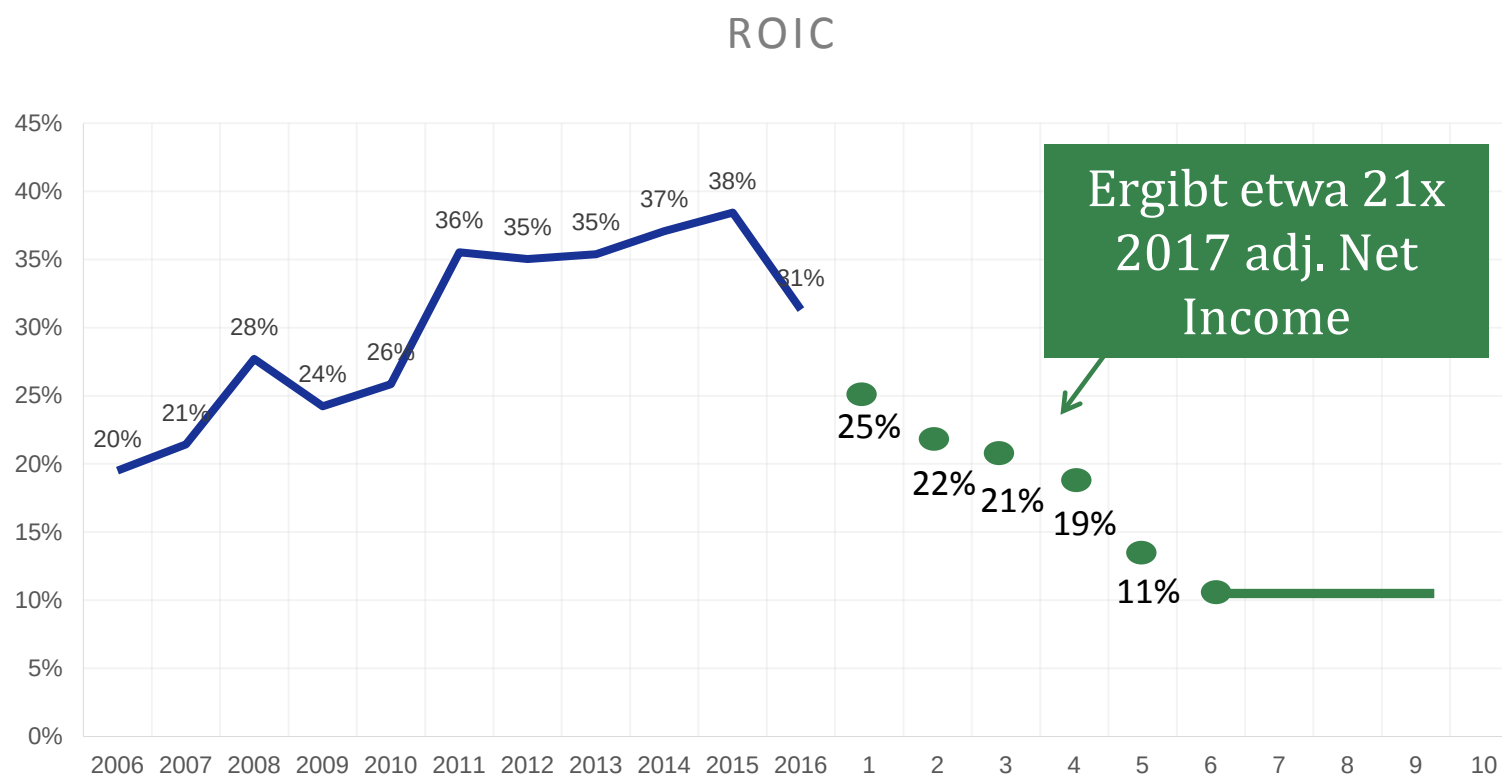
Mark Leonard (2015 Letter)



Fazit

Was unterstellt der aktuelle Marktpreis?

Reversion to the Mean! Ja, aber die Phase abnorm hoher inkrementeller Kapitalrenditen ist vermutlich länger, als der Preis von 21x unterstellt.



Quelle: CapIQ und eigene Kalkulationen.

Annahmen: 70% Reinvestment Rate, Discountfaktor 9%, Terminal Wachstumsrate 2,5%

Fragen?

Matthias Riechert

rieichert@polleit-rieichert.com

Disclaimer

The analyses and conclusions of Polleit & Riechert Investment Management LLP ("P&R") contained in this presentation are based on publicly available information. As far as existing material in this document derives from third parties, the authors assume no responsibility for the accuracy or completeness of these data. P&R recognizes that there may be confidential information in the possession of the companies discussed in the presentation that could lead these companies to disagree with P&R's conclusions. This presentation and the information contained herein is not a recommendation or solicitation to buy or sell any securities.

The analyses provided may include certain statements, estimates and projections prepared with respect to, among other things, the historical and anticipated operating performance of the companies, access to capital markets and the values of assets and liabilities. Such statements, estimates, and projections reflect various assumptions by P&R concerning anticipated results that are inherently subject to significant economic, competitive, and other uncertainties and contingencies and have been included solely for illustrative purposes. No representations, express or implied, are made as to the accuracy or completeness of such statements, estimates or projections or with respect to any other materials herein. Actual results may vary materially from the estimates and projected results contained herein.

Funds managed, advised or initiated by P&R have invested in common stock of the firm in this presentation. It is possible that there will be developments in the future that cause P&R to change its position regarding the company in this presentation. P&R may buy, sell, cover or otherwise change the form of its investment in the company for any reason. P&R hereby disclaims any duty to provide any updates or changes to the analyses contained here including, without limitation, the manner or type of any P&R investment.

Ende