

Investieren mit Weitblick

Halbjahres- Anlagebericht 2026

Juli 2026

Inhaltsverzeichnis

Liebe Mitinvestoren	3
REQ Global Compounders.....	5
REQ Nordic Compounders	8
Portfolioänderungen in den Fonds	11
Die Fragen, die wir uns immer wieder	16
Kultur als Motor der Wertschöpfung – eine wahre Geschichte.....	19
Podcasts und weitere Ressourcen	20
Eine Auswahl der Bücher, die wir dieses Jahr gelesen haben.....	21

Liebe Mitinvestoren

Wir bei REQ sind ein engagiertes Team, das in börsennotierte Unternehmen investiert, die ihr Kapital durch organisches Wachstum und den systematischen Erwerb kleiner privater Nischenunternehmen vermehren. Wir kombinieren fundierte Fundamentalanalysen mit qualitativen Erkenntnissen, um Unternehmen mit außergewöhnlichen Managementteams zu identifizieren, die über große Reinvestitionsmöglichkeiten, eine dezentrale Unternehmenskultur und langfristiges Wachstumspotenzial verfügen.

* * *

Im ersten Halbjahr 2026 erzielte der REQ Global Compounders eine Rendite von -5,0 %, während der REQ Nordic Compounders eine Rendite von -12,1 %⁽¹⁾ verzeichnete. Seit Auflegung hat der REQ Global Compounders eine Rendite von 41,4 % erzielt, während der REQ Nordic Compounders eine Rendite von 29,6 % verzeichnete.

* * *

In der ersten Hälfte des Jahres 2026 wurden die Märkte von den geopolitischen Entwicklungen im Nahen Osten und der anhaltenden Begeisterung für künstliche Intelligenz geprägt, was zu erhöhter Marktunsicherheit und erheblichen Verschiebungen bei den Kapitalströmen beitrug. Zwar können geopolitische Entwicklungen die kurzfristige Marktstimmung beeinflussen, doch waren die direkten fundamentalen Auswirkungen auf unsere Portfoliounternehmen bislang begrenzt – während einige unserer Unternehmen wie Halma, Diploma und Amphenol von der Entwicklung im Bereich der künstlichen Intelligenz profitiert haben.

Wie schon in früheren Phasen der Unsicherheit haben sich unsere Unternehmen weiterhin angepasst und ihre Strategie umgesetzt. Ob es sich nun um Addtech, Lagercrantz, Röko und OEM in den nordischen Ländern oder um Constellation Software, Diploma, Halma und HEICO weltweit handelt – der grundlegende Fokus bleibt unverändert: Kunden bedienen, Kapital umsichtig einsetzen und Wert durch operative Verbesserungen und Akquisitionen schaffen.

Während Kapital in Halbleiter, Energieinfrastruktur und andere Bereiche floss, die von der zunehmenden Verbreitung der KI profitieren, blieben schwedische Small-Caps weiterhin in der Gunst der Anleger zurück und verzeichneten erhebliche Kapitalabflüsse. In der ersten Jahreshälfte wirkte sich dies auf unsere schwedischen Beteiligungen aus, da wir eine durch Kapitalflüsse bedingte Rotation weg von schwedischen Small- und Mid-Cap-Aktien beobachteten, die größtenteils durch Rücknahmen aus schwedischen Fonds getrieben war. Dies ist ein bekanntes Muster aus früheren Perioden, und die Erfahrung zeigt, dass solche Verwerfungen oft relativ kurzlebig sind, bevor sie sich umkehren. Wenn dann wieder Kapital zurückfließt, kann es schnell zu einem Ansturm kommen. Der Abschlag von Small-Caps gegenüber Large-Caps beträgt derzeit 9 %, verglichen mit einem historischen Durchschnittsaufschlag von 6 %. Tatsächlich muss man bis zur Finanzkrise zurückgehen, um einen vergleichbaren Abschlag zu finden. Dies schafft ein sehr interessantes Umfeld für künftige Renditen, wenn sich die Stimmung wendet.

Wir sehen in diesen Phasen Chancen für langfristig orientierte Anleger. Während der Markt sein Kapital auf eine begrenzte Anzahl von Themen konzentriert, erzielen viele der von uns gehaltenen Unternehmen weiterhin Gewinnwachstum, generieren starke Cashflows und reinvestieren Kapital zu attraktiven Konditionen. Sowohl in unseren nordischen als auch in unseren globalen Fonds sind die Unternehmen trotz des verhaltenen wirtschaftlichen Umfelds weiterhin aktiv als Übernehmer aufgetreten.

Wichtig ist, dass die zugrunde liegende fundamentale Performance unserer Portfoliounternehmen weiterhin stark ist. In beiden Fonds wachsen die Gewinne weiterhin im mittleren Zehnerbereich, und die Margen steigen. Dies unterstreicht die Nischencharakteristik sowie die geschäftskritische Bedeutung der von unseren Unternehmen angebotenen Produkte und Dienstleistungen. In Verbindung mit „Asset-Light“-Geschäftsmodellen und einer disziplinierten Kapitalallokation schafft das aktuelle Umfeld eine attraktive Grundlage für die langfristige Wertentwicklung. Die Marktmeinungen mögen sich von Zeit zu Zeit ändern, doch die Fähigkeit, Kapital mit hohen Renditen zu reinvestieren, bleibt der entscheidende Treiber für den Shareholder Value.

¹ In NOK. Die Rendite in SEK betrug -5,6 %.

Auch wenn wir mit unseren Renditen im ersten Halbjahr nicht zufrieden sind, hat sich unsere Überzeugung vom langfristigen Zinseszinspotenzial der Portfolios nur noch verstärkt. Tatsächlich ist die Kluft zwischen der fundamentalen Wertentwicklung und der Kursentwicklung unserer Ansicht nach so groß wie seit vielen Jahren nicht mehr. Für geduldige Anleger hat dies einen der attraktivsten Einstiegspunkte geschaffen, die wir seit Auflegung der Fonds gesehen haben.

Ende Juni notierte der REQ Global Compounders-Fonds bei dem 17,7-fachen des Konsens-EBITA der nächsten zwölf Monate – eine der niedrigsten Bewertungen seit Auflegung im Jahr 2021. Ein ähnliches Bild zeigt sich beim REQ Nordic Compounders, dessen Portfolio Ende Juni mit dem 16,6-fachen des Konsens-EBITA der nächsten zwölf Monate gehandelt wurde – ein Bewertungsniveau, das trotz deutlich stärkerer zugrunde liegender Geschäftsentwicklungen mit dem von vor zehn Jahren vergleichbar ist.

Bei Unternehmen mit außergewöhnlichen Managementteams und attraktiven Reinvestitionsmöglichkeiten übertreffen die Gewinne im Laufe der Zeit tendenziell die Erwartungen. Lagercrantz ist ein gutes Beispiel dafür. Vor drei Jahren ging der Konsens davon aus, dass das Unternehmen im Geschäftsjahr bis März 2027 ein EBITA von 1,7 Milliarden SEK erzielen würde. Bereits im März 2026 – ein ganzes Jahr früher – hatte Lagercrantz diesen Wert mit einem EBITA von 1,9 Milliarden SEK übertroffen. Im gleichen Zeitraum stieg der Aktienkurs um rund 90 %.

Wir haben bereits mehrfach Phasen erlebt, in denen die Kurse von den Fundamentaldaten abgekoppelt waren. Aus Erfahrung wissen wir, dass sich die fundamentale Entwicklung früher oder später durchsetzt.

Wir danken allen unseren Anlegern für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung.

Das REQ-Team

REQ Global Compounders

Im ersten Halbjahr 2026 erzielten die A-Anteile (NOK) des REQ Global Compounders eine Rendite von -5,0 %. Seit Auflegung des Fonds im Juni 2021 verzeichnet der Fonds einen Wertzuwachs von 41,4 %.

Das Halbjahr war geprägt von mehreren Gegenwinden, die etwa im Sommer 2025 auftraten und bis in das erste Halbjahr 2026 anhielten. An erster Stelle stand dabei die negative KI-Stimmung, die wir in unserem Jahresbericht 2025 ausführlich erörtert haben: Die wachsende Überzeugung, dass KI die Wirtschaftlichkeit von Software untergraben würde, führte zu einer erheblichen Umschichtung weg von Software hin zu Halbleitern und KI-Infrastruktur. Goldman Sachs bezeichnete dies als „die größte einzelne Marktverwerfung“ am US-Aktienmarkt. Da rund 20 % des Fonds in Unternehmen investiert sind, die wir als „missionskritische Software“ definieren – Constellation Software, Topicus und Lumine sowie Roper –, war diese Umschichtung der größte Einzelnegativfaktor für die Wertentwicklung im ersten Halbjahr und kostete rund 5 % in NOK, obwohl sich die zugrunde liegenden Unternehmen weiterhin gut entwickelten.

Die Kursschwäche steht jedoch in scharfem Kontrast zur Geschäftsentwicklung. Das mediane Gewinnwachstum (EBITA) im ersten Quartal lag im gesamten Portfolio bei 14 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum – was weitgehend dem Fünfjahresdurchschnitt des Portfolios entspricht –, bei einem medianen Umsatzwachstum von 14 % und einem sehr soliden organischen Wachstum von 6 %.

Die CSI-Familie – Constellation Software, Topicus und Lumine – hat eine starke Leistung gezeigt, mit einem soliden wiederkehrenden organischen Wachstum bei allen drei Unternehmen. Unsere eigenen Recherchen und unsere Gespräche mit Akteuren aus der gesamten Branche weisen in dieselbe Richtung. Der Kapitaleinsatz blieb beeindruckend, und die Hauptversammlung von CSI hat dieses Bild bestätigt – was uns mehr denn je davon überzeugt, dass KI für diese Unternehmen eher Rückenwind als ein Disruptionsrisiko darstellt. Da die Experimente im Bereich der KI weitergehen, sind wir der Ansicht, dass die Gruppe dank ihrer engen Kundenbeziehungen, ihrer Fachkompetenz und ihrer Lernkultur in den über 1.600 Unternehmen gut positioniert ist, um davon zu profitieren, anstatt von den Umbrüchen beeinträchtigt zu werden.

Gerade die Umschichtung weg von Software hin zu Halbleitern und KI-Infrastruktur, die unsere Software-Titel belastete, kam mehreren anderen Positionen zugute, darunter Amphenol, Halma und in gewissem Maße auch Diploma. Das andere dominierende Thema war ein boomender Luft- und Raumfahrtmarkt, der sowohl HEICO als auch Diploma beflügelte.

HEICO verzeichnete ein Rekord-Zweites Quartal (Quartal bis Ende April) mit einem Gewinnanstieg von 41 % bei einem organischen Wachstum von 18 %. Beide Segmente legten kräftig zu: Flight Support wuchs um 21 % (19 % organisch) und Electronic Technologies um 34 % (17 % organisch), was die Margen um rund 290 Basispunkte und den Gewinn je Aktie um 48 % steigerte. Die Nachfrage im Luft- und Raumfahrt-Aftermarket und die stetige Integration der jüngsten Akquisitionen wirken sich weiterhin mit außergewöhnlicher Geschwindigkeit positiv aus.

Diploma verzeichnete ein ähnlich starkes erstes Halbjahr (Geschäftsjahr 26) mit einem Gewinnanstieg von 36 % bei einem organischen Wachstum von 15 %. Der Geschäftsbereich „Controls“ war dabei der Motor – 26 % organisches Wachstum und 45 % Gewinnwachstum –, während sich die Margen des Konzerns um rund 300 Basispunkte auf 24,5 % ausweiteten und die Verschuldungsquote mit 0,8x konservativ blieb, was reichlich Spielraum für weitere M&A-Aktivitäten lässt.

Halma verzeichnete ein Rekordjahr (zwölf Monate bis März 2026): Der Umsatz stieg um 15 % auf 2,58 Mrd. £, das bereinigte EBIT kletterte um 22 % auf 594,5 Mio. £, und das bereinigte Ergebnis je Aktie legte um 21 % zu – bei einem organischen Wachstum von 16 % und dem 23. Jahr in Folge mit bereinigtem Gewinnwachstum. Herausragend war der Geschäftsbereich „Environmental & Analysis“, in dem das organische Wachstum fast 36 % erreichte, angeführt von der Photonik – eine Nachfrage, die direkt mit dem Ausbau von KI-Rechenzentren zusammenhängt.

Brown & Brown war die deutlichste Enttäuschung des ersten Halbjahres – sowohl hinsichtlich des Beitrags zur Gesamtleistung als auch in fundamentaler Hinsicht. Das organische Wachstum hat sich in den letzten Quartalen verlangsamt und war im ersten Quartal stagnierend, während der ausgewiesene Umsatz um 35 % auf 1,9 Mrd. US-Dollar stieg, was fast ausschließlich auf Akquisitionen zurückzuführen war. Diese Stagnation hebt sich

im Vergleich zu anderen Maklerunternehmen – Marsh McLennan wuchs um 4 % und Gallagher rechnet mit rund 5,5 % – und die Aktie ist in Richtung eines 52-Wochen-Tiefs gerutscht. Unsere bisherigen Erkenntnisse deuten eher auf ein vorübergehendes Problem als auf eine strukturelle Änderung unserer These hin: Ein paar identifizierbare Einmalfaktoren und ein schwächeres Preisumfeld sind für den Großteil des Rückgangs verantwortlich, und wir erwarten, dass sich das organische Wachstum normalisieren wird, sobald diese Faktoren auslaufen.

Portfolioaktivitäten

Wir haben den Großteil unserer Amphenol-Position im ersten Halbjahr verkauft – früher als ursprünglich vorgesehen, als wir die Position Anfang 2024 aufgebaut hatten. Wir hatten das Ausmaß des durch KI und Rechenzentren getriebenen Nachfragebooms, von dem das Unternehmen seitdem profitiert hat, nicht vorhergesehen. Als wir die Position aufbauten, war der IT-Datacom-Bereich nur einer von mehreren Märkten; bis 2025 war er zu Amphenols größtem Markt geworden und machte 36 % des Umsatzes aus. Gleichzeitig war der Auftragsbestand auf rund 8,9 Mrd. USD, gegenüber 6,1 Mrd. USD im Vorjahr, angetrieben durch die KI-bezogene Nachfrage.

Im ersten Quartal 2026 meldete Amphenol ein Umsatzwachstum von 58 %, wovon 33 % organisch waren, angeführt von einer außergewöhnlichen Nachfrage im IT-Datacom-Geschäft. Wir haben weiterhin großen Respekt vor dem Unternehmen und seiner Kultur, doch die zunehmende thematische Konzentration auf KI in Verbindung mit einer immer anspruchsvolleren Bewertung führte dazu, dass die Aktie weniger gut in unser Portfoliorahmenwerk passte.

Im Einklang mit unserem Portfolio-Rahmenkonzept haben wir unsere Position in Ametek deutlich reduziert. Wir beobachten eine Verlagerung hin zu größeren und teureren Übernahmen, die zu höheren Bewertungsmultiplikatoren abgeschlossen werden, mit aggressiveren Synergieannahmen und niedrigeren Renditeerwartungen. In unserem Rahmenkonzept ist dies ein Warnsignal, da es die Qualität der Kapitalallokation und das zukünftige Gewinnwachstum schwächt.

Aus ähnlichen Gründen haben wir auch Atlas Copco reduziert, aufgrund einer hohen Bewertung und bescheidenerer Renditeerwartungen. Umgekehrt haben wir Topicus und Lumine zu verschiedenen Zeitpunkten während ihrer Kursrückgänge im ersten Halbjahr aufgestockt, da die zugrunde liegende Entwicklung und unsere langfristige Überzeugung weiterhin stark waren, während die Bewertung attraktiver wurde.

DCC, zu Beginn des Halbjahres eine 5-prozentige Position, war Gegenstand eines vorläufigen Übernahmeangebots eines Private-Equity-Konsortiums aus Energy Capital Partners und KKR. Das erste Angebot im April, das bei 58 £ pro Aktie lag und das Eigenkapital auf rund 6,7 Mrd. USD bewertete, stellte eine bescheidene Prämie gegenüber dem aktuellen Kurs dar und lag unserer Ansicht nach deutlich unter dem inneren Wert; der Vorstand lehnte es ab. Im Juni folgte ein überarbeitetes Angebot von 66,72 £ pro Aktie (ca. 7,6 Mrd. USD), das der Vorstand unter festen Bedingungen zu empfehlen bereit wäre. Die „Put-up-or-shut-up“-Frist des Konsortiums läuft am 8. Juli ab. Unabhängig vom Ausgang verdeutlicht diese Episode ein Thema, das sich durch diesen Brief zieht: die Kluft zwischen dem Kurs, zu dem diese Unternehmen gehandelt werden, und ihrem tatsächlichen Wert.

Die Ausgangslage

Nach zwölf schwierigen Monaten für die Fondsperformance ist es am sinnvollsten, nicht in der jüngsten Vergangenheit zu verharren, sondern zu fragen, was dieses Portfolio über einen mehrjährigen Zeithorizont hinweg leisten kann. So betrachtet erscheint uns die Ausgangslage aus zwei Gründen sehr attraktiv.

Der erste Grund sind die Gewinne. Unsere Unternehmen erzielen ein EBITA-Wachstum von rund 14 % pro Jahr und zahlen zusätzlich eine bescheidene Dividende von etwa 1 %. Wenn der Markt einfach weiterhin das derzeit niedrige Kurs-Gewinn-Verhältnis auf diese höhere Gewinnbasis anwendet – keine Neubewertung, keine Expansion, einfach nur das Status-quo-Beibehalten –, steigen die Aktienkurse mit den Gewinnen, was im nächsten Jahr eine Rendite von rund 15 % bedeuten würde.

Der zweite Grund ist die Bewertung: Was wäre, wenn es zu einer gewissen Multiplikatorausweitung käme? Das Portfolio notiert deutlich unter seinem historischen Durchschnitt. Wir benötigen keine Neubewertung, damit die Zahlen stimmen, aber die Option ist real:

Eine Erholung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses auf den Durchschnitt seit Auflegung des Fonds, kombiniert mit anhaltendem Gewinnwachstum, würde die Ein-Jahres-Rendite auf rund 30 % anheben. Eine Rückkehr an das obere Ende der Bewertungsspanne des Portfolios seit Auflegung würde ein kurzfristiges Aufwärtspotenzial von rund 50 % bedeuten.

Verlängert man den Zeithorizont auf vier Jahre, wird das Bild noch interessanter. Wenn sich das vom Markt auf unser Portfolio angewandte Kurs-Gewinn-Verhältnis in Richtung des Durchschnitts seit Auflegung des Fonds normalisiert, während unsere Unternehmen ihre Gewinne weiterhin um etwa 14 % jährlich steigern und eine moderate Dividendenrendite ausschütten, könnte sich der Wert des Portfolios in etwa verdoppeln. Der anfängliche Anstieg resultiert aus der Schließung der Bewertungslücke; danach übernehmen Gewinnwachstum und Dividenden die Hauptlast.

Das Gesamtbild ist eindeutig. Die Unternehmen entwickeln sich gut, der Preis, den wir für sie zahlen, ist moderat, und für geduldige Anleger neigt sich das Verhältnis von Risiken und Chancen eindeutig zu unseren Gunsten.

REQ Nordic Compounds

Im ersten Halbjahr 2026 erzielten die A-Anteile des REQ Nordic Compounds in NOK eine Rendite von -12,1 %². Seit Auflegung des Fonds im Januar 2022 verzeichnet der Fonds einen Wertzuwachs von 29,6 %³.

Das erste Halbjahr 2026 war von zwei starken Quartalergebnisperioden geprägt. Im vierten Quartal 2025 und im ersten Quartal 2026 stiegen die operativen Gewinne (EBITA) unserer Portfoliounternehmen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um durchschnittlich +21 % bzw. +15 %. Die beiden Ergebnisperioden waren angesichts von Währungsbelastungen von etwa 3–5 Prozentpunkten besonders stark. Das organische Umsatzwachstum von durchschnittlich 3 % verbessert sich weiter und ist das höchste seit Anfang 2023. Zudem übertrifft das organische Gewinnwachstum weiterhin das organische Umsatzwachstum – ein Muster, das von der Preisdiziplin, der operativen Hebelwirkung und der Qualität unserer Unternehmen zeugt. Die operativen Margen stiegen in den letzten beiden Quartalen zusammen von 14,2 % auf 15,5 % und zeugen von einer guten Kosten- und Preiskontrolle.

Lagercrantz liefert weiterhin eine starke operative Leistung und steigerte das EBITA im Kalenderjahr des vierten Quartals 2025 um 20 % und im ersten Quartal 2026 um 19 %. Durch eine Kombination aus starkem organischem Wachstum und Akquisitionen hat das Unternehmen in den letzten Jahren seine engsten Wettbewerber kontinuierlich übertroffen. Was Lagercrantz auszeichnet, ist nicht nur seine Fähigkeit, hochwertige Nischenunternehmen zu erwerben, sondern auch seine Erfolgsbilanz bei der Identifizierung von Unternehmen, die von langfristigen strukturellen Wachstumstrends profitieren. Im ersten Quartal wurde das Wachstum von den Geschäftsbereichen Elektrifizierung, Infrastruktur, Sicherheit und Verteidigung getragen – Bereichen, in denen die Nachfrage weiterhin stark ist. Diese Fähigkeit, Kapital konsequent in attraktive Nischen zu investieren, bleibt das Kernstück von Lagercrantz.

Beijer Alma hat seine starke Dynamik fortgesetzt: Das EBITA stieg im vierten Quartal 2025 um 16 % und im ersten Quartal 2026 um 15 %. Nach einigen Akquisitionen zwischen 2020 und 2022, die hinter den Erwartungen zurückblieben – wie beispielsweise Alcomex –, ist es dem Management gelungen, die Rentabilität und Kapitaleffizienz im Geschäftsbereich Beijer Components zu verbessern. Angesichts der sich verbessernden Ertragsdynamik, einer starken Akquisitionspipeline (bereits 5 angekündigte Akquisitionen seit Jahresbeginn) und einer Bewertung von nur dem 14- bis 15-fachen des EBITA auf Basis der Konsensschätzungen für 2026 sind wir der Ansicht, dass Beijer Alma nach wie vor unterbewertet ist.

Auch mehrere andere unserer Portfoliounternehmen verzeichneten im ersten Quartal ein starkes Gewinnwachstum (im Vergleich zum Vorjahreszeitraum): HMS Networks +29 %, Medcap +30 %, NCAB +28 %, Bufab +22 %, OEM International +16 % und Teqnia +120 %, um nur einige zu nennen. Während die meisten unserer Portfoliounternehmen ein solides Gewinnwachstum verzeichnen, haben einige wenige Unternehmen nicht das Niveau erreicht, das wir langfristig von ihnen erwarten, während andere wie Addnode und Lime Technologies von einer erheblichen Neubewertung aufgrund von Befürchtungen hinsichtlich einer Disruption durch KI betroffen waren. Momentum Group, Indutrade, Atlas Copco und XANO Industri sind Beispiele für Unternehmen, deren jüngste Ergebnisse hinter unseren Erwartungen zurückblieben, obwohl wir für das kommende Jahr eine Verbesserung erwarten und weiterhin von ihrem langfristigen Potenzial überzeugt sind.

Die Akquisitionstätigkeit ist bei unseren Portfoliounternehmen weiterhin stark, und es bestehen gute Aussichten für weiteres anorganisches Wachstum, gestützt durch die starke Cashflow-Generierung und die soliden Bilanzen unserer Unternehmen. Insgesamt haben unsere Unternehmen in den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 70 Akquisitionen bekannt gegeben, verglichen mit 67 im gleichen Zeitraum des Vorjahres, wobei das akquirierte Umsatzvolumen um 86 % gestiegen ist.

Ende Juni 2026 lag die gewichtete Bewertung des Fonds auf Basis der Konsensschätzungen für 2026 bei 16,6x EV/EBITA, nach 19,8x zu Beginn des Jahres 2025 und 18,0x zu Beginn des Jahres 2026. Dieser Rückgang erfolgte trotz anhaltenden Gewinnwachstums und spiegelt eher die schwache Kursentwicklung als eine Verschlechterung der Fundamentaldaten wider. Der Fonds notiert nun auf einem seiner niedrigsten Bewertungsniveaus seit Auflegung. Ende Juni umfasste das Portfolio 24 Unternehmen.

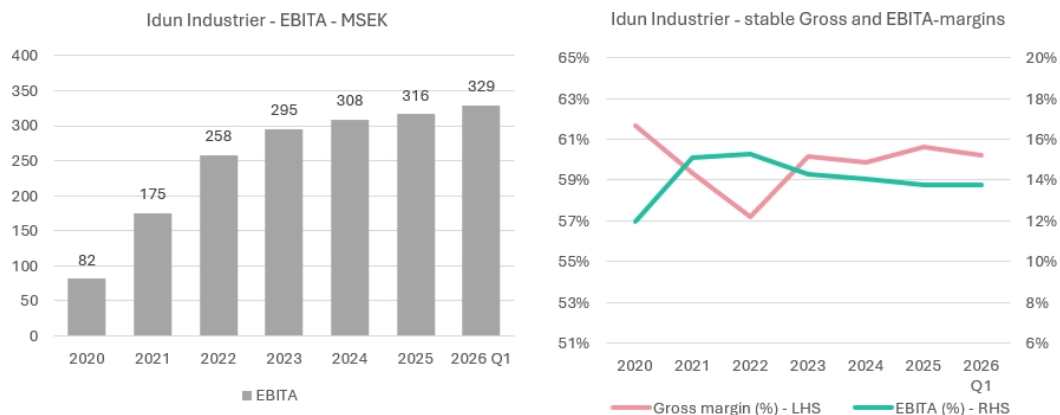
² In NOK. Die Rendite in SEK betrug -5,6 %.

³ In NOK. Die Rendite in SEK betrug 22,7 %.

Wir sind der Ansicht, dass **Idun Industrier** eine der attraktivsten Chancen im Fonds darstellt, da das Unternehmen eine attraktive Bewertung (EV/EBITA 13–14x), ein großes Wachstumspotenzial, hohe Kapitalrenditen und ein Managementteam mit starker Eigenverantwortung vereint. Wir verfolgen Idun seit 2019, also bereits zwei Jahre vor dem Börsengang, wodurch wir ein tiefes Verständnis sowohl für das Geschäft als auch für die Menschen dahinter entwickeln konnten. Dies spiegelt wider, wie wir versuchen, uns einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Unser Ziel ist es, außergewöhnliche Unternehmen zu identifizieren, solange sie noch klein und von den Märkten kaum beachtet sind. Zum Zeitpunkt unserer Investition haben wir oft bereits eine Überzeugung entwickelt, die sich nicht allein aus den Finanzergebnissen einiger weniger Quartale ableiten lässt.

Nachdem das EBITA zwischen 2018 und 2023 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 35 % gestiegen war, verlangsamte sich das Wachstum in den Jahren 2024 und 2025 vorübergehend, da sich das Management auf die Stärkung des Portfolios konzentrierte. Da wir davon ausgingen, dass es sich hierbei nur um eine Übergangsphase mit verlangsamtem Wachstum handelte, nutzten wir die Gelegenheit zum Einstieg und kauften im Frühjahr 2024 unsere ersten Aktien. Idun nahm Mitte 2025 die Übernahmen wieder auf und hat seitdem acht Akquisitionen abgeschlossen, wodurch der Umsatz um fast 700 Mio. SEK gesteigert und das Gewinnwachstum deutlich beschleunigt wurde. Die Auswirkungen waren bereits im ersten Quartal 2026 sichtbar, als das EBITA um 17 % stieg, einschließlich eines organischen Wachstums von 1 %. Trotz der sich verbessernden Ertragsentwicklung ist der Aktienkurs seit Jahresbeginn um 11,5 % gesunken. Angesichts der geringen Liquidität der Idun-Aktie sind wir der Ansicht, dass der schwächere Aktienkurs eher auf Kapitalflüsse als auf die Fundamentaldaten zurückzuführen ist.

Idun Industrier hat nicht nur seine Fähigkeit unter Beweis gestellt, hochwertige Familienunternehmen zu attraktiven Bewertungen zu erwerben, sondern auch seine Fähigkeit, die Rentabilität nach der Übernahme zu verbessern. Wir sehen sowohl ein starkes kurzfristiges Gewinnwachstum als auch attraktive langfristige Aussichten. Idun verkörpert genau die Art von Unternehmen, an denen wir beteiligt sein möchten: eine starke Unternehmenskultur, ein Portfolio aus hochwertigen Nischenunternehmen sowie einen disziplinierten und wertorientierten Ansatz bei der Kapitalallokation. Das Portfolio umfasst mehrere Marktführer in Nischenbranchen, die von vielen Anlegern selten beachtet werden, wie beispielsweise die führenden Sarghersteller in Schweden und Norwegen. Wichtig ist, dass Idun trotz eines breit gefächerten Unternehmensportfolios unter wechselnden Marktbedingungen stabile Margen und Gewinne aufrechterhalten hat, was die Widerstandsfähigkeit und Qualität seines Managementteams und seines Geschäftsmodells unterstreicht. Idun Industrier macht 8,2 % des Fonds aus.



OEM International ist seit den frühen 1980er Jahren börsennotiert und gehört seit mehreren Jahrzehnten zu den Aktien mit der besten Wertentwicklung am schwedischen Markt. Dennoch ist das Unternehmen nach wie vor eher unbekannt. Obwohl OEM eine starke Performance erzielt hat, war es bei Übernahmen nicht so aktiv wie andere akquisitionsgetriebene „Compounder“-Konkurrenten. Stattdessen hat sich OEM in der Vergangenheit diszipliniert verhalten und sich ausschließlich auf den Erwerb von Familienunternehmen in angrenzenden Nischen konzentriert, die es im Laufe der Zeit organisch ausbauen kann.

In den letzten 20 Jahren erzielte OEM ein durchschnittliches organisches Umsatzwachstum von 4,5 % pro Jahr. Auch wenn dies auf den ersten Blick nicht besonders spektakulär erscheint, ist – wie bei vielen der von uns gehaltenen Unternehmen – das organische Gewinnwachstum das Wichtigste. Im gleichen Zeitraum steigerte OEM sein operatives Ergebnis jährlich um 16 %, angetrieben durch wertschöpfende Lösungen, kontinuierliche operative Verbesserungen, die Schließung von Geschäftsbereichen mit geringen Margen,

die Optimierung des Produktportfolios sowie die Zusammenlegung kleinerer Lagerhäuser zu größeren Logistikzentren. Dies unterstreicht die starken industriellen Kompetenzen von OEM.

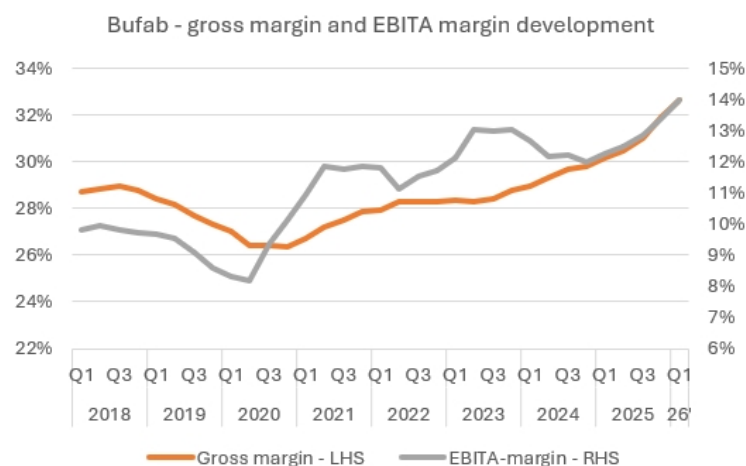
Bis Ende 2024 wurde bekannt gegeben, dass EQT zum Haupteigentümer von OEM werden würde und 26,2 % des Kapitals sowie 73,7 % der Stimmrechte halten würde. EQT erwarb ein Unternehmen mit mehreren attraktiven Merkmalen: einer langen und soliden Erfolgsbilanz bei der Wertschöpfung, einer ausgeprägt unternehmerischen Kultur mit Fokus auf Kunden und Sparsamkeit, einer starken Bilanz (eine Netto-Cash-Position!) sowie einer Organisation, die darauf ausgerichtet ist, das Wachstum zu beschleunigen.

In der Vergangenheit verfolgte OEM einen disziplinierten Ansatz bei Übernahmen und setzte in den zehn Jahren vor dem Einstieg von EQT als Haupteigentümer nur etwa 9 % des operativen Cashflows für Akquisitionen ein. Seit dem Einstieg von EQT hat das Unternehmen seine Akquisitionsstrategie beschleunigt und ausgeweitet, um ein breiteres Spektrum an Unternehmen einzubeziehen, darunter auch produktorientierte Firmen. Während der Beteiligungszeit von EQT hat OEM sieben Akquisitionen getätigt, die ein Umsatzwachstum von 10–12 % bewirken – insgesamt wurden 40 % des operativen Cashflows für M&A ausgegeben, während weiterhin eine Netto-Cash-Position gehalten wurde. Im Frühjahr verbrachten wir einen Tag in der OEM-Zentrale, trafen uns mit Mitarbeitern, Führungskräften und dem Vorstand und gewannen wertvolle Einblicke in das Geschäft. Mit einer soliden Bilanz, einer erweiterten Akquisitionsstrategie und einer starken unternehmerischen Kultur, die in der Lage ist, Wert für die Aktionäre zu schaffen, ist OEM unserer Ansicht nach gut positioniert, um das Gewinnwachstum in den kommenden Jahren zu beschleunigen. OEM International macht 4,8 % des Fonds aus.

Bufab überzeugt weiterhin und hat mit einem Kursanstieg von 26 % seit Jahresbeginn maßgeblich zur Fondsp performance beigetragen. In den letzten beiden Quartalen zusammen gelang es Bufab, das EBITA um 24 % zu steigern, trotz einer verhaltenen organischen Umsatzentwicklung. Der Auftragseingang bleibt stark, während der fortgesetzte Übergang des Unternehmens zu einem lösungsorientierten Geschäftsmodell und das aktive Management des Produktmixes die Ausweitung der Bruttomarge unterstützt haben. Eine gute Kostenkontrolle und eine starke Fokussierung auf wertorientierte Preisgestaltung haben zu einem positiven operativen Hebel und einer starken Cashflow-Generierung beigetragen.

Im Wesentlichen leisten die besten Distributoren mehr, als nur Produkte von A nach B zu transportieren. Sie schaffen Mehrwert für ihre Kunden durch Beschaffungskompetenz, Unterstützung bei der Einhaltung von Vorschriften, Bestandsmanagement und andere wertschöpfende Dienstleistungen. In einem Umfeld mit ständig zunehmenden Vorschriften und Compliance-Anforderungen sticht Bufab hervor und profitiert von seiner Größe sowie seiner Fähigkeit, Lösungen zu liefern, die seinen Kunden Effizienz und Mehrwert bieten. Diese Wettbewerbspositionierung erklärt, warum Bufab trotz begrenzten organischen Wachstums in der Lage war, seine Margen auszubauen. Zudem sind die besten Distributoren dann besonders erfolgreich, wenn sowohl ihr Lieferantenstamm als auch ihr Kundenstamm diversifiziert sind – und Bufab ist in beiden Bereichen stark aufgestellt.

Ein kürzlich abgeschlossener Auftrag eines weltweit führenden Herstellers von Halbleiterausstattung, der sich künftig positiv auf die Margen auswirken wird, verdeutlicht die Fähigkeit von Bufab, hochkomplexe Herausforderungen in den Bereichen Beschaffung und Lieferkette zu meistern. Angesichts eines globalen, fragmentierten Marktes und einer soliden Bilanz sind wir der Ansicht, dass Bufab über ein großes Potenzial für wertsteigerndes Wachstum sowohl durch Akquisitionen als auch durch organische Initiativen verfügt. Ende Juni 2026 machte Bufab 4,5 % des Fonds aus.



Portfolioveränderungen in den Fonds

REQ Global Compounders

Aufnahme von zwei neuen Positionen

Im Laufe des Halbjahres haben wir zwei neue Positionen aufgebaut – Applied Industrial Technologies (3,6 %) und DiscoverIE (2,9 %) –, die beide dem Rahmenkonzept entsprechen, das wir weiter unten in diesem Schreiben darlegen. Beide sind bewährte „Compounder“ mit mehr als einem Jahrzehnt disziplinierter, systematischer M&A-Aktivitäten im Rücken; beide haben eine Plattform im Bereich des industriellen Mehrwertvertriebs aufgebaut, die sich in Richtung höherwertiger Ingenieurs- und Konstruktionsdienstleistungen weiterentwickelt; und beide haben ein enges Pendant im bestehenden Portfolio – DiscoverIE neben Lagercrantz, Applied neben Momentum Group –, was uns einen langfristigen Einblick in die Funktionsweise des Modells verschafft. Wir haben beide Positionen zu Kursen aufgebaut, die attraktive zukünftige Renditen versprechen; im Fall von DiscoverIE wurde dies durch die stimmungsbedingte Schwäche britischer Small Caps begünstigt. Die vollständigen Investitionsargumente finden Sie auf den folgenden Seiten.

Applied Industrial Technologies

Applied Industrial Technologies ist ein in den USA notierter Value-Added-Distributor und Anbieter technischer Lösungen in den Bereichen industrielle Antriebstechnik, Fluidtechnik, Durchflussregelung, Automatisierung und zugehörige Wartungsartikel. Das Unternehmen erwirtschaftet einen Umsatz von ca. 5 Mrd. USD und ein EBITDA von ca. 600 Mio. USD bei einer Marktkapitalisierung von ca. 12 Mrd. USD. Das Geschäft ist in der unscheinbaren, aber beständigen Wirtschaftlichkeit der Ausgaben für Wartung, Reparatur und Betrieb verankert – wo die Frage selten lautet, ob etwas repariert werden muss, sondern wie schnell das richtige Ersatzteil beschafft werden kann. Man denke nur an das unscheinbare Lager – den Ring aus gehärtetem Stahl, der eine Welle drehen lässt und in fast jedem Motor, jeder Pumpe und jedem Förderband auf der Welt verborgen ist. Wenn eines an einer Verpackungslinie ausfällt, kommt der gesamte Betrieb zum Stillstand: Das Teil mag ein paar hundert Dollar kosten, die Ausfallzeit jedoch viele Tausend pro Stunde. Die Frage des Kunden lautet niemals, ob er es ersetzen soll, sondern wer ihm noch heute das richtige Teil liefern kann.

Applied ist das nordamerikanische Unternehmen, das unserer Einschätzung nach der Momentum Group – einer weiteren REQ-Beteiligung – am ähnlichsten ist: Beide begannen als Lagerhändler – in der Fachsprache der Branche als „Box-Movers“ bezeichnet – und beide haben sich im letzten Jahrzehnt zu integrierten technischen Partnern entwickelt, deren Beziehungen eher auf ingenieurtechnischer Kompetenz als allein auf Logistik beruhen.

Die Branche ist nach wie vor außerordentlich fragmentiert, wobei die größten Akteure zusammen nur ein Viertel des Gesamtmarktes ausmachen. Applied fungiert als entscheidender Vermittler in einer Vielzahl von Endmärkten – gestützt auf einen Katalog mit mehr als 9 Millionen verfügbaren Produkt-SKUs –, doch was das Unternehmen interessant macht, ist der Wandel, der sich hinter dem Vertriebsgeschäft vollzieht. Etwa 85 % dessen, was Applied heute verkauft, besteht aus spezialisierten, technischen Produkten und nicht aus einfachen Standardartikeln, und das Unternehmen verlagert seinen Schwerpunkt stetig vom Versand von Kartons hin zur Entwicklung und Installation der Systeme, in die diese Produkte eingebaut werden. Sobald Applied Fluidtechnik-Systeme entwirft, Robotik integriert oder die kritischen Anlagen eines Kunden verwaltet, steigen die Wechselkosten stark an, und die Beziehung wird strukturell zu einer wiederkehrenden Geschäftsbeziehung. Es ist ein Schwungrad, und es ist noch früh.

Das Führungsmodell verstärkt diesen Effekt. Jeder der rund 600 Standorte und 12 Vertriebszentren von Applied führt eine eigene Gewinn- und Verlustrechnung, wobei lokale Manager für Lagerbestände, Forderungen und Rentabilität verantwortlich sind, während zentralisierte Funktionen die Preisgestaltung, die Systeme und die Kapitalallokation regeln. Übernommene Unternehmen behalten häufig ihre eigene Marke und Identität bei und pflegen so die lokalen Beziehungen, die sie ursprünglich erst kaufenswert gemacht haben. Das Management zieht hinsichtlich operativer Disziplin und lokaler Kultur einen Vergleich zu Fastenal, und dieser ist keineswegs unvorteilhaft. Der systematische M&A-Antrieb ist zentral für unsere These. Applied vermeidet Auktionen und baut über Jahre hinweg Beziehungen zu Zielunternehmen auf, sodass das Unternehmen, wenn ein Geschäft verkaufsbereit ist, der natürliche Partner ist. Die gezahlten Multiplikatoren sind moderat – typischerweise im mittleren bis hohen einstelligen Bereich des EBITDA vor Synergien – und das Synergiepotenzial ist risikoarm, da Applied in Branchen kauft, die es genau kennt.

Mehrere positive Faktoren stützen die längerfristige Entwicklung: die Rückverlagerung der industriellen Produktion nach Nordamerika, ein alternder Maschinenbestand, der die Nachfrage nach Wartungsleistungen ankurbelt, ein Mangel an qualifizierten technischen Fachkräften, der Kunden dazu zwingt, sich stärker auf externe Partner zu stützen, sowie der breite Trend hin zu Automatisierung und Industrie 4.0 – all dies spielt direkt in die Schwerpunktbereiche von Applied hinein. Wir haben die Coverage zu einem Kurs aufgenommen, der attraktive zukünftige Renditen verspricht und unsere qualitativen Anforderungen erfüllt.

DiscoverIE

Die an der Londoner Börse notierte DiscoverIE Group ist ein international tätiger Entwickler und Hersteller von maßgeschneiderten elektronischen Komponenten für industrielle OEMs. Das Unternehmen erzielt einen Umsatz von ca. 450 Mio. GBP und ein EBITA von ca. 60 Mio. GBP. In den letzten 14 Jahren hat DiscoverIE rund 30 Übernahmen getätigt. Das Unternehmen ist über seine Geschäftsbereiche „Magnetics & Controls“ und „Sensing & Connectivity“ tätig und bedient zunehmend strukturell wachsende Branchen wie Industrieautomation, Sicherheit, erneuerbare Energien, Medizintechnik und Elektrifizierung des Verkehrs. Die Bandbreite der Anwendungsmöglichkeiten lässt sich vielleicht am besten anhand zweier Beispiele veranschaulichen: Sens-Tech, einer von weltweit nur zwei Anbietern von Hochgeschwindigkeits-Röntgendatenerfassungsgeräten, die in Sicherheitsscannern an Flughäfen zum Einsatz kommen, und Variohm EuroSensor, dessen Präzisionssensoren zur Einstellung der Federung jedes Formel-1-Rennwagens im Starterfeld verwendet werden und so konstruiert sind, dass sie Hitze und Vibrationen standhalten.

Die Beispiele von Sens-Tech und Variohm veranschaulichen den roten Faden, der sich durch fast alle von DiscoverIE verkauften Produkte zieht. Es handelt sich um maßgeschneiderte elektronische Komponenten, die bereits in der Entwicklungsphase in die Geräte der Kunden integriert werden und dort Funktionen erfüllen, bei denen sich der Kunde keine Fehler leisten kann. Unsere Untersuchungen deuten darauf hin, dass diese Lösungen nach ihrer Integration nur schwer zu ersetzen sind: Industriekunden sind in der Regel konservativ, legen mehr Wert auf Service als auf den reinen Preis und zögern, den Lieferanten zu wechseln, solange Leistung, Lieferung und technischer Support gut funktionieren.

Dies stützt unsere Ansicht, dass die Umsatzbasis von DiscoverIE attraktive Eigenschaften aufweist: lange Produktlebenszyklen, fest integrierte Positionen, wiederkehrende Kundenbeziehungen und ein erhebliches Maß an Kundenbindung. Wir sind zudem der Ansicht, dass die Verlagerung von DiscoverIE weg vom Vertrieb hin zu spezialisierten Entwicklungs- und Fertigungsgeschäften die Qualität des Konzerns verbessert – was sich zunehmend in der steigenden EBIT-Marge und dem gesunden organischen Wachstum zeigt. Durch die Übernahme von Nischenunternehmen mit ingenieurtechnischem Know-how, Kundenbeziehungen und technischen Lösungen – für die Sens-Tech und Variohm repräsentative Beispiele sind – kann DiscoverIE sein Angebot erweitern und für Kunden in zahlreichen Projekten an Bedeutung gewinnen.

Wir sehen zudem eine interessante Parallele zu Lagercrantz in dessen früherer Entwicklung. Ähnlich wie Lagercrantz in seinen Gründungsjahren hat sich DiscoverIE von einem Value-Added-Distributor weiterentwickelt, bevor es den Geschäftsmix schrittweise in Richtung eigener Produkte, spezialisierter Fertigung und hochwertiger technischer Lösungen verlagert hat. Trotz seiner geringen Größe – eine Marktkapitalisierung von rund 900 Mio. US-Dollar – erkennen wir eine gewisse Durchdachtheit in Bezug auf Struktur und Skalierung, die wir bei kleineren, akquisitionsgetriebenen „Compoundern“ normalerweise nicht antreffen würden. Anstatt seine Geschäftsbereiche isoliert zu führen, organisiert DiscoverIE Tochtergesellschaften mit verwandten Technologien oder Marktschwerpunkten in sechs unterschiedliche Cluster – darunter „Sensing“, „Magnetics“ sowie „RF & Wireless“. Das Cluster-Management hat Vorrang vor den lokalen Teams, während die unternehmerische Autonomie gewahrt bleibt, die den Erfolg der übernommenen Unternehmen ausmacht. DiscoverIE ist heute etwa ein Fünftel so groß wie Lagercrantz und befindet sich unserer Ansicht nach in einer früheren Phase seiner Entwicklung. Das birgt zwar ein höheres Umsetzungsrisiko, bietet aber potenziell auch mehr Spielraum, sofern das Management das Wachstum organisch und durch disziplinierte Akquisitionen weiter vorantreiben kann.

Wir verfolgen DiscoverIE seit mehreren Jahren und standen mehrfach im Austausch mit dem Unternehmen. Die jüngste Kursschwäche – die eher auf die Stimmung gegenüber britischen Small-Caps und Marktbedenken zurückzuführen ist als auf etwas, das sich unserer Ansicht nach strukturell im Geschäft geändert hat – hat es uns ermöglicht, eine Position zu einem Kurs aufzubauen, der auf attraktive zukünftige Renditen hindeutet und unsere qualitativen Bewertungskriterien erfüllt.

REQ Nordic Compounders

Kaufen

Seit 2003 hat **Volati** das Eigenkapital der Aktionäre durch den Aufbau von Industriegeschäften ohne Ausgabe von Stammaktien vermehrt. Nach der Ausgliederung von Salix ist das verbleibende Geschäft unserer Ansicht nach vom Markt derzeit erheblich unterbewertet. Wir haben die Position in den ersten sechs Monaten kontinuierlich aufgestockt.

Vor der Ausgliederung von Salix erzielte Volati einen Umsatz von 7 Mrd. SEK. Nach der Trennung erwirtschaftet die verbleibende Gruppe über fünf Industrieplattformen einen Umsatz von 4,3 Mrd. SEK und ein EBITA von 303 Mio. SEK, wobei Ettiketto rund 75 % des Ergebnisses ausmacht. Die Salix-Gruppe erzielt einen Umsatz von 4.150 Mio. SEK und ein EBITA von 419 Mio. SEK.

Ende 2025 kündigte Volati eine 1:1-Ausgliederung der Salix-Gruppe an, die am 15. Juni den Handel als eigenständiges börsennotiertes Unternehmen aufnahm. Zum Zeitpunkt der Abspaltung notierte die Volati-Aktie bei 89 SEK – nach der Abspaltung Ende Juni 2026 notierte die Salix-Gruppe bei 64 SEK und Volati bei 24,5 SEK. Der Markt hat der Salix-Gruppe einen höheren Kurs zugewiesen, was wir angesichts ihrer Widerstandsfähigkeit, ihres derzeit stärkeren Cashflows und ihres Wachstumsprofils für verständlich halten.

Wir glauben, dass unsere Anlagethese auf vier Säulen ruht.

- i) Ettiketto allein könnte letztlich so viel wert sein wie die aktuelle Marktkapitalisierung von Volati.
- ii) Die normalisierte Ertragskraft in den anderen Geschäftsbereichen liegt deutlich über dem, was die aktuellen Gewinne vermuten lassen.
- iii) Die Salix Group hat in einem der schwierigsten Baumärkte seit Jahrzehnten bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit bewiesen und scheint nun gut positioniert zu sein, um von einer zyklischen Erholung zu profitieren.
- iv) Wir sind der Ansicht, dass die Bewertung ein überzeugendes Risiko-Ertrags-Profil bietet.

i) Wir sind der Ansicht, dass Ettiketto heute viele der Merkmale aufweist, die wir typischerweise mit den hochwertigsten Akquisitionsunternehmen assoziieren: fragmentierte Märkte, wiederkehrende Nachfrage, starke Kapitalrenditen und eine nachgewiesene Fähigkeit, Akquisitionen erfolgreich zu integrieren.

Ettiketto hat sich mit einem Umsatz von 1,3 Mrd. SEK (Pro-forma 1,6 Mrd. SEK) und einer EBITA-Marge von 17 % von einem nordischen zu einem europaweit tätigen Full-Service-Anbieter für Selbstklebeetiketten und Etikettiermaschinen entwickelt und verfügt über eine sehr starke Akquisitionsplattform. Das Unternehmen profitiert von einer geringen Kundenkonzentration, einer wiederkehrenden Nachfrage und einem stark fragmentierten Markt, der reichlich Akquisitionsmöglichkeiten bietet. Es hat ein erfolgreiches Integrationskonzept unter Beweis gestellt und die operative Leistung durch optimierte Produktionsplanung und Digitalisierungsinitiativen sowie erhebliche Kosteneinsparungen verbessert. So steigerte beispielsweise das 2012 übernommene schwedische Kerngeschäft seine Margen von einem niedrigen zweistelligen Prozentbereich auf über 20 % und ist damit das leistungsstärkste Unternehmen der Branche.

Wir erwarten, dass sich die Margen weiter in Richtung des Margenziels von 20 % ausweiten werden, da die kürzlich übernommenen Unternehmen Clever Etiketten und Interket in den nächsten 12–24 Monaten integriert und an das Rentabilitätsniveau des Konzerns herangeführt werden.

Ettiketto	12'	13'	14'	15'	16'	17'	18'	19'	20'	21'	22'	23'	24'	25'	26 Q1'	CAGR		
																Gesamt 10 Jahre	5 Jahre	3 Jahre
Umsatz	133	143	146	213	228	225	243	251	394	644	879	859	936	1203	1 316	19 %	19 %	26 %
EBITA	15	19	15	25	35	33	35	52	78	110	137	159	200	215	226	23 %	24 %	22 %
EBITA (%)	11 %	13 %	10 %	12 %	15 %	14 %	15 %	21 %	20 %	17 %	16 %	19 %	21 %	18 %	17 %			
ROCE %								29 %	39 %	33 %	29 %	33 %	41 %	32 %	33 %			
ROCE ohne GW								65 %	76 %	70 %	57 %	67 %	78 %	50 %	47 %			

ii) Seit 2023 verzeichnet Volati ungewöhnlich schwache Gewinne, was sich auch im Aktienkurs widerspiegelt. Die Geschäftsbereiche von Volati erzielen trotz vorübergehend rückläufiger Absatzmengen weiterhin attraktive Kapitalrenditen. Wir sehen keine Anzeichen für eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition oder für Kundenverluste. Vielmehr spiegeln die Gewinne

eine konjunkturelle Schwäche auf den Agrar- und Baumärkten sowie eine ungewöhnlich schwache Nachfrage nach mehreren Jahren, in denen aufgrund von Überschwemmungen in großem Umfang Ausrüstung angeschafft wurde. Unterdessen hat Ettiketto das EBITA seit 2023 um 43 % gesteigert und damit den Rückgang des Konzernergebnisses abgefedert.

iii) Mit einem Umsatz von 4.150 Mio. SEK und einem EBITA von 419 Mio. SEK beliefert **die Salix-Gruppe** Kunden aus den Bereichen Bauwesen, Industrie, Landwirtschaft, Forstwirtschaft und Baustoffhandel mit Verbrauchsmaterialien und Nischenprodukten. Rund 70 % des Umsatzes stammen aus eigenen Produkten. Seit der Übernahme durch Volati im Jahr 2015 verfolgt Salix eine aktive M&A-Strategie, die sich insbesondere ab 2019 beschleunigt hat und seitdem 14 Übernahmen umfasste. Im Jahr 2025 erwarb das Unternehmen Laydex in Irland – die erste Expansion außerhalb der nordischen Region.

Wir finden es beeindruckend, dass Salix trotz eines der schwierigsten Marktumfelder seit Jahrzehnten – bei einem Absatzrückgang von 30 % – attraktive Margen und Kapitalrenditen aufrechterhalten konnte. Gleichzeitig setzte das Unternehmen weiterhin Kapital für Akquisitionen zu angemessenen Preisen ein. Schrittweise operative Verbesserungen in Verbindung mit einer stetigen Reihe von Akquisitionen haben zu attraktiven Ergebnissen geführt.

Angesichts der starken organischen Entwicklung in den letzten Quartalen, der verbesserten operativen Leistung und der konsequenten Kostenkontrolle sowie des ausgeprägten lokalen Unternehmergeistes gehen wir davon aus, dass Salix in einem großen und fragmentierten Markt weiterhin aktiv Akquisitionen tätigen wird. Trotz eines schwierigen Marktumfelds bleibt die Kapitalrendite mit 18 % (36 % ohne Goodwill) zufriedenstellend. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass das Wachstum nicht auf Kosten der Rendite ging – eine Kombination, die wir sehr schätzen.

Salix	21'	22'	23'	24'	25'	26 Q1'
Umsatz	3262	3598	3402	3588	4115	4150
EBITA	329	296	257	262	400	441
EBITA (%)	10,1 %	8,2 %	7,6 %	7,3 %	9,7 %	10,6 %
ROCE	19 %	14 %	14 %	12 %	17 %	18 %
ROCE ohne GW	40 %	26 %	24 %	24 %	35 %	36 %

iv) Selbst unter recht konservativen Annahmen hinsichtlich des Wachstums von Ettiketto, der Integration von Clever und Interket sowie der Ertragsbelegung bei den übrigen Plattformen halten wir die aktuelle Bewertung für attraktiv. Auf Basis der historischen Zahlen notiert Volati (nach der Ausgliederung der Salix Group) bei einem EV/EBITA von 15,5x, während die Salix Group pro forma bei etwa 14,0x notiert. Basierend auf unserer Einschätzung der Ertragskraft von Volati für die nächsten Jahre sind wir der Ansicht, dass beide Aktien mit einem erheblichen Abschlag zum inneren Wert gehandelt werden. Selbst ohne eine Ertragsverbesserung bei den vier Industrieplattformen von Volati glauben wir, dass Ettiketto das Gewinnwachstum vorantreiben kann. Unserer Meinung nach sollte Volati den Großteil seines Kapitals vorzugsweise in Ettiketto investieren, bis andere Plattformen ihre Erträge verbessern und nachweisen können, dass sie eine Kapitalzuweisung für ihre Geschäftsbereiche verdienen.

Der Markt scheint i) sich übermäßig auf die aktuellen Gewinne und den Cashflow zu konzentrieren und dabei der Verschuldung des Unternehmens (2,9-fache Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA zusätzlich zu den Vorzugsaktien) unverhältnismäßig viel Aufmerksamkeit zu schenken, und

ii) Volati als zyklisches Industrieunternehmen zu bewerten, während wir Ettiketto zunehmend als einen hochwertigen „Compounder“ betrachten, der in einem solchen eingebettet ist.

Volati und die Salix Group machen 3,1 % des Fonds aus, davon entfallen 1,3 % auf Volati und 1,8 % auf die Salix Group.

Verkauf

Nach der Veröffentlichung des Berichts zum ersten Quartal 2026 haben wir unsere Position in Green Landscaping aufgelöst, da mehrere Entwicklungen die zentralen Annahmen in Frage stellten, auf denen unsere ursprüngliche Anlagethese beruhte. Unsere ursprüngliche Anlagethese basierte auf der Chance des Unternehmens, einen großen und fragmentierten Markt zu konsolidieren. Über Schweden und Norwegen hinaus gelang es Green Landscaping, erfolgreich in die DACH-Region und nach Litauen zu expandieren, was zeigte, dass sich sein dezentrales Betriebsmodell auf neue Regionen übertragen lässt.

Wir wurden jedoch von der erheblichen Verschlechterung der operativen Leistung in Norwegen überrascht, die zu einem starken Rückgang der Rentabilität führte. Wir hatten erwartet, dass sich die Erträge in der Region erholen würden, sobald operative Probleme behoben wären, doch die jüngsten Entwicklungen deuten auf das Gegenteil hin. Gleichzeitig steht das Segment „Sonstiges Europa“ vor schwierigen Vergleichszahlen, da mehrere hochprofitable Verträge im litauischen Geschäft (Litauen macht ca. 35–40 % des EBITA im Segment „Sonstiges Europa“ und ca. 20–25 % des Konzern-EBITA aus) in den nächsten zwölf Monaten neu verhandelt werden müssen, was zusätzliche Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Erträge schafft.

Angeichts eines Verschuldungsgrads (Nettoverschuldung zu EBITDA) von 3,1x gehen wir davon aus, dass die Fähigkeit von Green Landscaping, Akquisitionen und andere Wachstumsinitiativen zu verfolgen, auf absehbare Zeit eingeschränkt sein wird. Ein wesentlicher Bestandteil unseres Investitionsarguments war die Fähigkeit des Unternehmens, Kapital zu attraktiven Konditionen zu reinvestieren; da sich jedoch die operative Leistung abgeschwächt hat und die finanzielle Flexibilität eingeschränkt ist, hat sich unsere ursprüngliche These geändert.

Zwar schätzen wir nach wie vor das dezentrale Geschäftsmodell und die langfristigen Ambitionen von Green Landscaping, doch ist das Risiko-Ertrags-Verhältnis unserer Ansicht nach heute weniger attraktiv als zu dem Zeitpunkt, als wir die Position aufgebaut haben.

Die Fragen, die wir uns immer wieder stellen

Von außen betrachtet mag die Investition in akquisitionsgetriebene „Compounder“ einfach erscheinen: Man sucht Unternehmen, die hervorragend darin sind, wunderbare kleine Privatunternehmen zu kaufen, lässt sie in Ruhe und überlässt den Rest dem Zinseszins. Diese Unternehmen zu entdecken, ist jedoch der einfache Teil. Der schwierige Teil kommt danach. Sobald man akzeptiert hat, dass eine Handvoll disziplinierter Übernehmer Kapital über einen sehr langen Zeitraum hinweg mit hohen Raten vermehren können, muss man dennoch entscheiden, welche man in den Portfolio aufnehmen, in welcher Höhe jeweils und inwieweit man einer Prognose vertrauen soll, die sich über ein Jahrzehnt oder länger erstreckt.

Unser Prozess besteht im Kern in der Maximierung einer multifaktoriellen Zielfunktion – auch wenn dieser Ausdruck ihn mechanischer klingen lässt, als er ist. Wir ordnen Unternehmen nicht einfach nach der erwarteten Rendite und kaufen die Spitzenreiter der Liste. Wir versuchen, alles, was wir über ein Unternehmen wissen, auf einen Blick im Blick zu behalten, und lassen uns bei der Zusammenstellung des Portfolios von dieser umfassenderen Beurteilung leiten. Der Preis ist Teil dieser Beurteilung: Ein großartiges Unternehmen, das zu teuer gekauft wird, ist immer noch eine schlechte Investition; daher messen wir jede erwartete Rendite an einer Mindestschwelle und wägen diese Rendite dagegen ab, inwieweit unsere Annahmen vertrauenswürdig sind. Das Unternehmen mit der höchsten modellierten Rendite ist selten unsere größte Position.

Im Folgenden erläutern wir, wie wir dieses Urteil fällen – wie wir die Widerstandsfähigkeit, die Kultur und die Plattform eines Unternehmens bewerten; warum die Unterscheidung zwischen einem bewährten und einem unbewährten Akquirenten für uns die wichtigste ist; und wie all dies in der Überzeugung zusammenfließt, die darüber entscheidet, was wir in welchem Umfang halten.

Vertrauen beurteilen, nicht nur Renditen

Es gibt einen ganz einfachen Grund, warum Vertrauen so viel Gewicht hat. Die Unternehmen, an denen wir beteiligt sind – und das breitere Universum, aus dem wir schöpfen –, werden von Managementteams geführt, die 80 % bis 100 % ihres Cashflows wieder in das Geschäft reinvestieren, meist durch kleine, private Übernahmen, die Jahr für Jahr planmäßig getätigt werden. Damit bilden die Personen, die das Kapital zuweisen, und die Struktur, die sie dafür aufgebaut haben, das Fundament, auf dem alles andere ruht. Schnelles Wachstum allein ist wenig wert, wenn es nicht nachhaltig ist, und keine Einstiegsbewertung wird ein ins Straucheln geratenes Unternehmen retten können. Warren Buffett hat es treffend formuliert, als er über die Rolle des Managements bei der Kapitalallokation nachdachte:

Nach zehn Jahren im Amt ist ein CEO, dessen Unternehmen jährlich Gewinne in Höhe von 10 % des Nettovermögens einbehält, für den Einsatz von mehr als 60 % des gesamten im Unternehmen eingesetzten Kapitals verantwortlich gewesen.

Wenn das für ein Unternehmen gilt, das ein Zehntel seiner Gewinne einbehält, gilt es erst recht für unser Unternehmen, das weitaus mehr einbehält.

Um dieses Vertrauen einzuschätzen, stellen wir bei jedem Unternehmen drei Fragen. Die erste betrifft die Widerstandsfähigkeit: Wie diversifiziert, beständig und vorhersehbar ist das Geschäft? Ein Konzern, der sich auf viele kleine Unternehmen, Kunden und Endmärkte verteilt, weist weniger einzelne Schwachstellen auf, und eine wiederkehrende Nachfrage erleichtert es, auf den Zinseszineffekt zu setzen. Die zweite betrifft Kultur und Mitarbeiter – was für Unternehmen wie diese kein nebensächlicher Faktor ist, sondern den Kern des Geschäftsmodells bildet. Wir achten auf echtes persönliches Engagement, sowohl seitens des Managements als auch seitens langfristiger Eigentümer, die dem Management den Spielraum geben können, mit einer langfristigen Perspektive zu denken und zu handeln.

Diese Modelle stehen und fallen mit einer disziplinierten Kapitalallokation, echter Dezentralisierung und der Fähigkeit, talentierte Mitarbeiter zu gewinnen und zu binden. Wir suchen daher nach Führungsteams, die das Modell wirklich verstehen, über eine bedeutende Beteiligung verfügen, eine lange Erfolgsbilanz vorweisen können und die klare Absicht haben, das Unternehmen weiterzuentwickeln.

über Jahrzehnte hinweg. Was viele als „Geschäftssysteme“ bezeichnen, ist in Wirklichkeit oft Kultur: die kollektive Persönlichkeit des Unternehmens und die gemeinsamen Werte, die von außen betrachtet vielleicht vage klingen, in der Praxis jedoch von entscheidender Bedeutung sind.

Der dritte Punkt ist die Struktur: Hat das Unternehmen wiederholbare Prozesse für die Suche, den Erwerb und die Integration von Unternehmen aufgebaut, und wird das Wachstum in erster Linie aus dem eigenen Cashflow finanziert und nicht durch Fremdkapital oder neues Eigenkapital? Ebenso wichtig ist, was hinter den Kulissen geschieht: wie der Konzern tatsächlich mit den Unternehmen zusammenarbeitet, nachdem diese übernommen wurden. Viele Unternehmen können Investoren eine Präsentation vorlegen, die den Anschein einer klaren Struktur erweckt, mit Prozessen, Zielen und einer Sprache, die den besten Vorbildern ähneln. Doch die Frage, die wir uns stellen, lautet: Ist das echt oder nur eine Filmkulisse?

Mit anderen Worten: Ist das System tief in der Kultur und im täglichen Betriebsrhythmus des Unternehmens verankert, oder handelt es sich größtenteils um eine Fassade – etwas, das von außen betrachtet richtig aussieht, aber nicht wirklich in der Organisation verankert ist? Bei genauerer Betrachtung konzentrieren wir uns auch darauf, ob es ein durchdachtes und wiederholbares Modell dafür gibt, wie sowohl die Gruppe als auch die einzelnen Unternehmen im Laufe der Zeit skalieren können.

Wir gehen diese und viele weitere Fragen systematisch durch. Darüber hinaus unterscheiden wir klar zwischen Unternehmen mit einem bewährten, teilweise bewährten oder noch unbewährten Modell. Ein unbewährtes Unternehmen mag zwar über eine große finanzielle Reichweite verfügen, doch sein Modell wurde noch nicht durch genügend Übernahmen, Märkte oder Führungswechsel auf die Probe gestellt. Ein bewährtes Unternehmen hat vielleicht eine kürzere finanzielle Reichweite, aber eine viel höhere Wahrscheinlichkeit, diese tatsächlich zu realisieren.

Ein einziger Weg, kein Entscheidungsbaum

Es lohnt sich, kurz darauf einzugehen, warum wir die Kluft zwischen bewährt und unbewährt so ernst nehmen. Gerne stellen wir uns die Zukunft eines Unternehmens als Entscheidungsbaum vor – sich auffächernde Zweige, jeder mit seiner eigenen Wahrscheinlichkeit, das Ganze zusammengefasst zu einem einzigen Erwartungswert. Doch wie der Wissenschaftler Ole Peters in einem Artikel⁴ aus dem Jahr 2009 für das Santa Fe Institute Bulletin argumentierte, erkundet ein Unternehmen nicht jeden Zweig auf einmal. Es beschreitet einen einzigen Weg, und jeder Schritt, den es unternimmt, verändert die Routen, die ihm noch offenstehen.

Diese Pfadabhängigkeit ist es, die manche Unternehmen so beeindruckend macht. Wenn ein akquisitionsgetriebener „Compounder“ erfolgreich in eine neue Branche oder Region expandiert – und dies so oft wiederholt, dass die Struktur eindeutig funktioniert –, wird jeder nachfolgende Schritt einfacher. Die Vorgehensweise ist verfeinert, die Integrationsfähigkeit bewährt, und die Gruppe hat gelernt, was funktioniert und was nicht. Ein Unternehmen, das bewiesen hat, dass es über mehrere Märkte hinweg akquirieren und integrieren kann, hat damit faktisch das Risiko seines eigenen Modells verringert. Der Abstand zwischen diesem Unternehmen und einem, das noch mit dem „Cold-Start“-Problem zu kämpfen hat, ist nicht gering; es ist der Unterschied zwischen dem Ausbau von etwas, das funktioniert, und der Hoffnung, dass etwas funktionieren wird.

Dem unerprobten Unternehmer fehlt diese Dynamik. Eine kulturelle Diskrepanz, eine verpfuschte Integration, eine einzige schlechte Kapitalentscheidung – Risiken, die ein erfahrener Unternehmer bereits umschiff hat – sind alle nach wie vor präsent. Das ist das „Cold-Start“-Problem. Das Jahrzehnt der niedrigen Zinsen hat eine Welle neuer Unternehmer auf denselben Weg geschickt; einige sind ihn mit echter Disziplin gegangen, doch viele stecken trotz anfänglicher Versprechungen und verlockender Bewertungen immer noch am Anfang fest.

Dies weist auf eine Falle hin, die wir mit aller Kraft zu vermeiden versuchen. Der Blick wird auf die scheinbar günstige Option gelenkt – den kleinen, unerprobten Kandidaten mit jahrzehntelangem theoretischem Wachstum und einem entsprechend niedrigen Bewertungsmultiplikator. Doch der Abstand zwischen einem bewährten „Compounder“ und einem unerprobten ist nicht gering; er ist oft enorm. Das ist

⁴ Auf diesen Artikel wurden wir durch den Investor Nick Sleep aufmerksam

genau der Grund, warum ein höherer Preis für eine bewährte Plattform so oft der günstigere Kauf ist, sobald das Risiko angemessen berücksichtigt wird.

Von der Überzeugung zum Portfolio

Bei der Überzeugung kommen Rendite und Zuversicht schließlich zusammen: Was ein Unternehmen einbringen könnte und wie zuversichtlich wir – gemessen an seiner Widerstandsfähigkeit, Kultur und Plattform – sind, dass es dies tatsächlich tun wird.

Das Ergebnis ist eine Liste, die nach risikobereinigter Attraktivität und nicht allein nach den erwarteten Renditen geordnet ist. Darauf aufbauend gliedern wir das Portfolio in drei Größenklassen – „Anchor“, „Core“ und „Build“.

„Anchor“-Positionen sind unsere Bestände mit der höchsten Überzeugung, bei denen eine attraktive erwartete Rendite auf unser tiefstes Vertrauen trifft. Jede Stufe unterliegt einer Mindestanforderung hinsichtlich der Widerstandsfähigkeit, und die Mindestanforderung für „Anchor“ ist die höchste, die wir festlegen. „Core“-Positionen bilden die mittlere Kategorie: Die Überzeugung ist stark, reicht aber nicht für eine „Anchor“-Gewichtung aus, oft weil die Rendite geringer ist oder sich ein Aspekt der Widerstandsfähigkeit noch weiterentwickeln muss. „Build“-Positionen sind kleinere Gewichtungen, die sich nach oben arbeiten – groß genug, um von Bedeutung zu sein, wenn wir Recht haben, und klein genug, um überlebbar zu sein, falls wir uns irren.

Ein Unternehmen wird nicht einfach einer Stufe zugeordnet und dann vergessen; es muss sich seinen Platz zwischen den Stufen verdienen. Eine Höherstufung erfolgt, wenn sich das Gesamtbild tatsächlich verbessert und die Resilienz-Untergrenze der neuen Stufe erreicht wird.

Zwei unserer britischen Beteiligungen veranschaulichen dies. Halma und Diploma erscheinen auf den ersten Blick als sehr unterschiedliche Unternehmen – Halma ist ein Hersteller von Sicherheits-, Umwelt- und Gesundheitsprodukten, Diploma ist ein Mehrwert-Distributor in den Bereichen Dichtungen, Steuerungstechnik und Life Sciences. Doch hinter diesem Unterschied sind sie fast wie Zwillinge: Beide wachsen durch disziplinierte Übernahmen kleiner Nischenunternehmen und hohes organisches Wachstum, beide werden stark dezentral geführt, beide erzielen hervorragende Margen und Kapitalrenditen, und beide werden zu ähnlichen Bewertungen gehandelt. Anhand der Kennzahlen, die zuerst ins Auge fallen, fällt es schwer, sie voneinander zu unterscheiden. Doch in unserer Resilienzanalyse erzielen sie nicht die gleiche Punktzahl – und, was ebenso wichtig ist: Diese Punktzahl ist zum Zeitpunkt des Kaufs nicht festgeschrieben. Wir überprüfen sie erneut, während wir das Unternehmen halten und mehr darüber erfahren. Im Fall von Halma ist die größte Tochtergesellschaft in letzter Zeit bei ihren optischen Komponenten für Rechenzentren stark von einem einzigen Hyperscaler-Kunden abhängig geworden – eine Konzentration, die zugenommen und nicht abgenommen hat und eine strukturelle Schwäche mit sich bringt, die bei Diploma einfach nicht vorhanden ist. Vor dem Hintergrund der unserer Einschätzung nach geringeren erwarteten Rendite von Halma im Vergleich zu Diploma hat uns diese Kombination aus zunehmender Anfälligkeit und geringerer Renditeerwartung dazu veranlasst, das Gewicht von Halma im Verhältnis zu Diploma zu reduzieren, da das Risiko gestiegen ist.

Die Entscheidung bezüglich Halma ist genau die Art von Entscheidung, mit der wir den Großteil unserer Zeit verbringen. Unsere fruchtbarsten Diskussionen drehen sich nicht um den einen oder anderen Basispunkt, sondern um die Grenzen: Hat sich ein Unternehmen eine größere Rolle wirklich verdient, oder hat sich still und leise ein Risiko aufgebaut, das ihm diese Rolle kosten sollte?

Das Portfolio bleibt vollständig investiert, wobei bei jeder einzelnen Position bewusst Spielraum innerhalb der regulatorischen Grenzen belassen wird. Da jeder Dollar im Einsatz ist, muss sich jede neue Idee ihren Platz gegenüber den Titeln verdienen, die wir bereits halten. Kandidaten werden in das sogenannte „Challenger-Portfolio“ aufgenommen und nach genau denselben Kriterien beurteilt wie die Bestände, die sie verdrängen würden; ein „Challenger“ erhält nur dann Kapital, wenn er einen etablierten Titel eindeutig übertrifft. Diese Vorgehensweise klingt mechanisch, erzwingt jedoch Objektivität und schützt vor der unbewussten Tendenz, ein Unternehmen nur deshalb zu halten, weil wir es bereits im Portfolio haben – wir müssen uns jede Position so oft wie möglich neu verdienen, damit Selbstzufriedenheit niemals darüber entscheidet, was wir halten.

Dies sind einige der Fragen, die wir uns immer wieder stellen. Im Mittelpunkt dieses Artikels stand die erste Entscheidung: Welche Unternehmen sollen aufgenommen werden und in welchem Umfang? Die Verwaltung der Positionen während der Haltedauer, die Verkaufsdisziplin und vieles mehr sind ebenso wichtig. Darauf werden wir ein anderes Mal eingehen – auch wenn der Rahmen derselbe ist, der hier skizziert wurde.

Kultur als Motor der Wertschöpfung – Eine wahre Geschichte

Eine der schwierigsten Aufgaben für jeden externen Investor ist die Beurteilung der Unternehmenskultur. Jahresabschlüsse können uns viel über ein Unternehmen verraten: Rentabilität, Kapitalrendite oder Bilanzstärke. Was sie jedoch selten offenbaren, ist das Verhalten. Unserer Erfahrung nach stammen die nützlichsten Erkenntnisse oft eher aus kleinen Beobachtungen als aus formellen Präsentationen.

Anfang dieses Jahres verbrachten wir einige Tage damit, Tochtergesellschaften einiger unserer Portfoliounternehmen in Belgien und den Niederlanden zu besuchen. Nach zwei langen Tagen voller Besprechungen machten wir uns mit einem späten Flug von Deutschland aus auf den Heimweg. Als die Passagiere an Bord gingen, fiel uns ein bekanntes Gesicht auf.

Der CEO eines unserer Portfoliounternehmen mit einem Marktwert von mehreren Milliarden Dollar befand sich auf demselben Flug. Wie bei den meisten Geschäftsreisenden gingen wir davon aus, dass der CEO ganz vorne sitzen würde. Stattdessen nahm der CEO einen Platz in der Economy-Klasse im hinteren Teil des Flugzeugs ein.

Es war nicht das erste Mal, dass wir ein solches Verhalten beobachteten. Auch Mark Leonard, der Gründer von Constellation Software, war dafür bekannt, in der Economy-Klasse zu reisen und Ausgaben, die über die Unternehmensrichtlinien hinausgingen, aus eigener Tasche zu bezahlen.

Kultur wird in Geschäftsberichten oft als eine Reihe von Werten beschrieben. In Wirklichkeit ist Kultur eine Ansammlung wiederholter Verhaltensweisen. Ein Unternehmen, dessen CEO das Geld der Aktionäre so behandelt, als wäre es sein eigenes, wird mit größerer Wahrscheinlichkeit eine Organisation aufbauen, die dasselbe tut. Bei REQ werden wir oft gefragt, was die Kultur erfolgreicher, akquisitionsgetriebener „Compounder“ auszeichnet. Zwar hat jedes Unternehmen seine eigene Kultur, doch die besten unter ihnen teilen in der Regel das, was wir als „Cash-Kultur“ bezeichnen würden.

Kapital wird als knappe Ressource betrachtet, und jede Ausgabe wird so behandelt, als käme sie direkt aus der eigenen Tasche jedes Mitarbeiters oder Entscheidungsträgers. Wir glauben, dass diese Denkweise weit über die alltäglichen Kosten hinausgeht. Unternehmen, die bei kleinen Ausgaben diszipliniert vorgehen, sind oft ebenso diszipliniert, wenn es darum geht, Millionen von Dollar für Übernahmen oder organische Investitionen bereitzustellen. Bei Sparsamkeit geht es daher nicht darum, Geld um des Sparens willen zu sparen; sie ist vielmehr Ausdruck von gesundem Urteilsvermögen, eigentümerorientiertem Denken und einer Kultur, in der von jedem Dollar eine attraktive Rendite erwartet wird.

Die Tatsache, dass der CEO im hinteren Teil des Flugzeugs saß, sagte mehr über die Unternehmenskultur aus, als es viele Stunden an Präsentationen oder irgendein Finanzbericht jemals hätten tun können. Das Flugticket selbst war unbedeutend, aber das Signal, das es aussandte, war es nicht.

Es bekräftigte, dass dies genau die Art von Unternehmen ist, an denen wir langfristig beteiligt sein wollen: Unternehmen, deren Kultur von Bescheidenheit, Sparsamkeit und Eigenverantwortung geprägt ist und deren Führung das Kapital der Aktionäre respektiert.

Podcasts und weitere Ressourcen

CSI Chat von Constellation Software. Es war uns eine Ehre, im Frühjahr als Gäste eingeladen worden zu sein. In dieser Folge wird beleuchtet, was herausragende, akquisitionsgetriebene „Compounder“ von den anderen unterscheidet: disziplinierte Kapitalallokation, Dezentralisierung, eine auf langfristiges Engagement ausgerichtete Denkweise und operative Exzellenz. Ein äußerst relevanter Beitrag für alle, die sich für nachhaltige „Compounder“ interessieren. [Link](#)



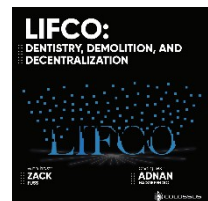
Die „Redeye Serial Acquirer Conference“ in Stockholm. Kjetil und Adnan wurden eingeladen, bei dieser jährlichen Veranstaltung einen Vortrag zum Thema „The Compounders“ zu halten. Die 15-minütige Präsentation fasst die wichtigsten Erkenntnisse aus unserem Buch und aus anderthalb Jahrzehnten Arbeit in diesem Bereich zusammen. [Link](#)



In der ersten Hälfte des Jahres 2025 nahmen wir an „Nordnetpodden“ teil, einem norwegischen Podcast zum Thema Investitionen. Wir gaben Einblicke in die Strategie von REQ. Nur auf Norwegisch. [Link](#)



Im Jahr 2024 nahm das Team an einem US-amerikanischen Podcast („Business Breakdowns“) teil. In dem Podcast beschäftigen wir uns eingehend mit einer der bedeutendsten Positionen im REQ-Portfolio, Lifco. Den Podcast finden Sie hier: [Link](#)



Weitere Einblicke in unsere Strategie geben wir zudem in einem weiteren Podcast von Troy Asset Management („Far from the finishing post“). Den Podcast finden Sie hier: [Link](#)



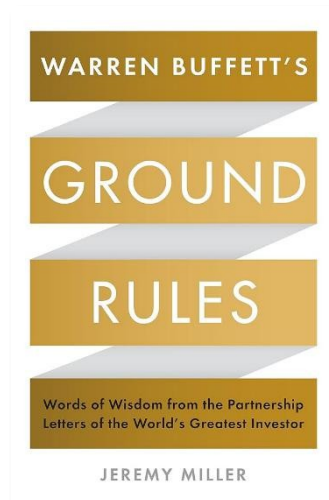
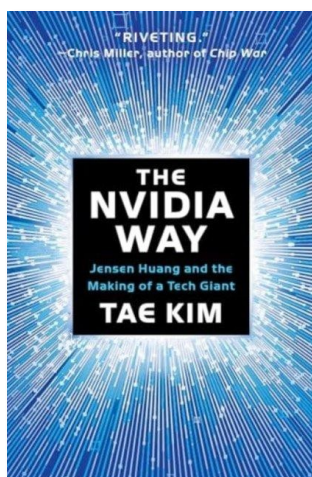
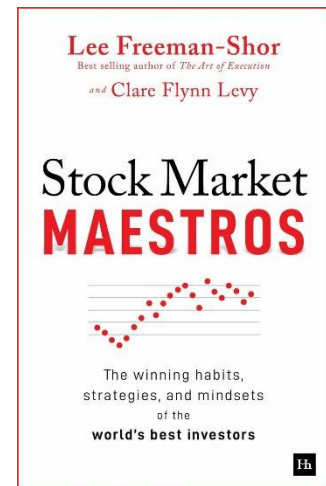
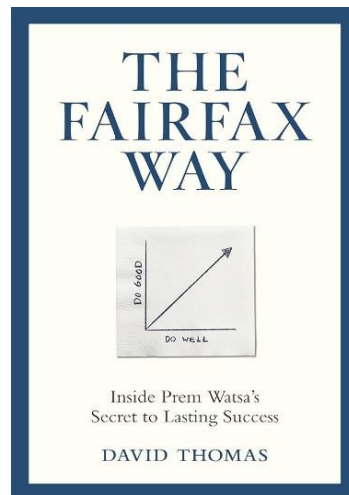
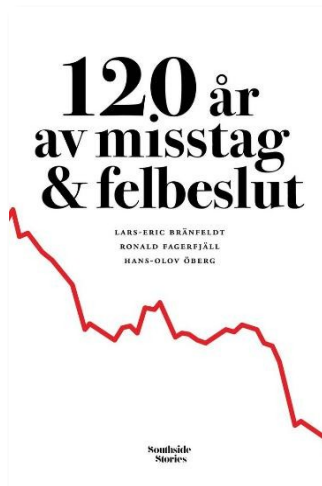
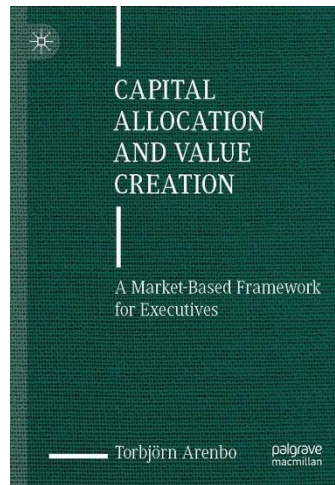
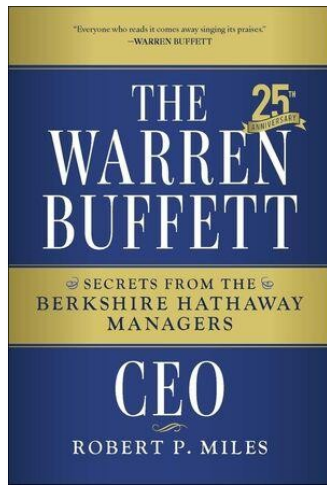
Das Team war zu Gast im schwedischen Podcast „Aktiesnack“ (nur auf Schwedisch), in dem wir aus nordischer Perspektive über akquisitionsgetriebene Compounder sprechen: [Link](#)



Unsere Research-Präsentation „A Deep Dive into Shareholder Value Creation by Acquisition-driven Compounders“ finden Sie hier: [Link](#)



Auswahl an Büchern, die wir in diesem Jahr gelesen haben



Haftungsausschluss

Diese Präsentation (die „Präsentation“) wurde von REQ Capital AS (der „Verwalter“) erstellt und enthält Informationen zu den Strategien der irischen OGAW-Fonds REQ Global Compounders und REQ Nordic Compounders (zusammen die „Fonds“). Der Verwalter führt in seiner Eigenschaft als Wertpapierfirma die Portfolioverwaltung der Fonds im Auftrag von Waystone Management Company (IE) Limited durch, der OGAW-Verwaltungsgesellschaft der Fonds. Weitere Informationen sowie Zugang zu den relevanten Fondsunterlagen finden Sie auf der Website des Verwalters.

Diese Informationen dienen ausschließlich allgemeinen Informationszwecken und stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zur Teilnahme an einer Anlage dar. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung, Empfehlung oder unabhängige Analyse dar und erheben auch keinen Anspruch darauf. Folglich wurden sie nicht gemäß den für solche Veröffentlichungen geltenden Vorschriften und Bestimmungen erstellt, einschließlich, aber nicht beschränkt auf etwaige Prospektanforderungen. Diese Informationen sind nicht vollständig und erheben auch keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Informationen sind streng vertraulich und dürfen nicht kopiert oder an andere Personen als die adressierten Empfänger weitergegeben werden. Die vollständigen Emissionsunterlagen der Fonds sollten sorgfältig gelesen werden, und potenzielle Anleger sollten unabhängige Anlageberatung sowie steuerliche und sonstige rechtliche Beratung einholen, bevor sie eine mögliche Anlage tätigen. Es kann keine Gewähr dafür gegeben werden, dass die angegebenen Anlageziele erreicht werden, und der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Eine Anlage in die Fonds ist ausschließlich für Anleger bestimmt, die gemäß den geltenden Gesetzen in der jeweiligen Heimatjurisdiktion des Anlegers zur Anlage in die Fonds berechtigt sind. Die Fonds sind für Personen oder Unternehmen, die diese Voraussetzungen nicht erfüllen, ungeeignet und nicht verfügbar. Eine Anlage in die Fonds ist nur für Anleger bestimmt, die die Anlagestrategien der Fonds verstehen, die die mit einer solchen Anlage verbundenen Risiken akzeptieren können und die keinen Bedarf an *sofortiger* Liquidität ihrer Anlage haben. Anlagen können strengen Beschränkungen hinsichtlich der Rücknahme und Übertragbarkeit unterliegen. Es wird keinen Sekundär- oder öffentlichen Markt geben. Die vorstehende Auflistung der Risikofaktoren ist nicht vollständig. Wenn Sie sich nicht sicher sind, ob Sie die Voraussetzungen erfüllen, wenden Sie sich bitte an den Fondsmanager oder einen professionellen Berater.

Der Fondsmanager übernimmt keine Gewähr dafür, dass die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen für die Verwendung in anderen Ländern als Norwegen geeignet oder verfügbar sind. Personen, die diese Informationen erhalten, sind verpflichtet, zu prüfen, ob in ihrer Rechtsordnung Beschränkungen bestehen, und diese gegebenenfalls einzuhalten. Der Fondsmanager übernimmt keine Verantwortung für die Nichteinhaltung solcher Beschränkungen. Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an den Fondsmanager oder einen professionellen Berater.

Diese Präsentation kann bestimmte Meinungen, zukunftsgerichtete Aussagen, Prognosen und/oder Einschätzungen enthalten. Diese Meinungen, zukunftsgerichteten Aussagen, Prognosen und/oder Einschätzungen spiegeln die subjektiven Überzeugungen und Meinungen des Fondsmanagers wider, und es wird keine Zusicherung gegeben, dass diese Meinungen, zukunftsgerichteten Aussagen.

Die Fonds unterliegen der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor („SFDR“). Nach dem Verständnis der Waystone Management Company (IE) Limited und des Fondsmanagers gelten die gemäß Artikel 8 der SFDR festgelegten Berichtspflichten für die Fonds. Die Berichterstattung erfolgt daher in Übereinstimmung mit diesen Vorschriften. Bitte beachten Sie, dass Änderungen der SFDR-Regelung und der damit verbundenen Vorschriften zu einer anderen Einstufung für die Berichterstattung gemäß der SFDR führen können.

Der Fondsmanager, seine Geschäftsführer, Mitarbeiter und Berater übernehmen keinerlei Haftung (sei es aus Vertrag, unerlaubter Handlung, Fahrlässigkeit oder anderweitig) für Fehler, Auslassungen oder ähnliche Falschdarstellungen in diesen allgemeinen Informationen oder für Verluste oder Schäden (sei es direkt, indirekt, als Folge oder anderweitig), die dem Empfänger dieser Informationen oder einer anderen Person entstehen.



REQ

Investing with insight.
Building what's next.