FORUM

European Smallcaps GmbH

Memorandum

An : Forum Geschäftspartner und Interessenten

Von : BW

Datum : 23. September 2021

Betreff : FES Chief Investment Officer Bericht über Q III 2021 Ergebnisse_**V_2.0**

Dieser Bericht des CIO richtet sich an alle Geschäftspartner und Interessenten an den Aktivitäten des FORUM Family Office („FFO“) im Bereich börsennotierter Unternehmen/Value Investing. Hauptsächlich dient der Bericht:

a) unseren **Mitarbeitern** als Feedback wie gut wir gearbeitet haben – langfristige Investment-Performance ist der ultimative Test für unsere Leistung

b) den **Unternehmen und deren Management,** die sich für den Austausch mit uns Zeit nehmen, um Ihnen zu vermitteln mit welchem Typ Investor sie es zu tun haben

c) den nahezu 200 **Bewerbern**, die sich jährlich bei **FORUM** für den Bereich Value Investing bewerben, um Ihnen ein Gefühl zu geben was Sie als Mitarbeiter von FORUM erwartet.

Gelegentlich werden wir auf unsere Aktivitäten im börsennotierten Bereich auch als **FORUM European Smallcaps („FES“)** verweisen, die Begriffe sind synonym.

Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum **1. Juli 2021 bis 30. September 2021.**

Das Wertpapier-Portfolio von FORUM Family Office ist ein Teil von FORUM Family Office, der andere sind die Investitionen in mittelständische private Unternehmen über unsere Aktivität Family Equity. Insofern ist der Cash-Bestand nicht eindeutig zuzuordnen. Die folgenden Ergebnisse geben daher die **Entwicklung des reinen Wertpapier-Portfolios wieder, Cash wird nicht berücksichtigt**. Normalerweise würden wir in unserem Wertpapier-Geschäft 10 – 20% Cash halten, insofern ist der ausgewiesene Wertzuwachs um diesen Effekt überzeichnet.

A. Ergebnisse in Q III 2021

Der Chart auf der nächsten Seite zeigt die Entwicklung unseres Wertpapier-Portfolios anhand **der drei von uns verwendeten Kennzahlen:**

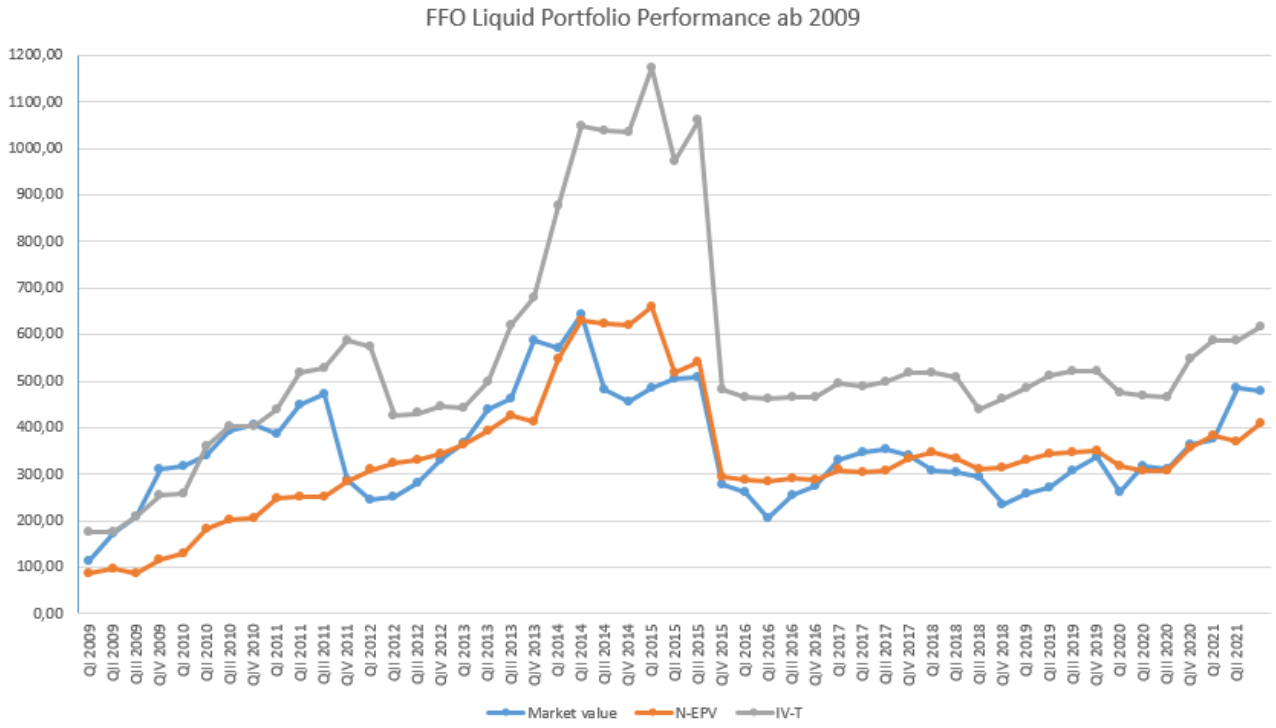
a) Ergebnisse zu Börsenkursen: Nettoinventarwert

b) Intrinsischer Wert I: Nachhaltiger Nettoertragswert ohne Wachstum

c) Intrinsischer Wert II: Nachhaltiger Gesamtwert mit Wachstum.

Im Zentrum unserer Anlagephilosophie steht das Ziel, **den Intrinsischen Wert unseres Portfolios um 10-15% pro Jahr zu steigern**. Die Börsenkurse sind viel volatiler, werden jedoch **mittel- und langfristig der Entwicklung der Intrinsischen Werte folgen.**

Im Folgenden werden wir die Entwicklung dieser drei Werte kommentieren.



1. Ergebnisse zu Börsenkursen

In Q III 2021 sank der **Nettoinventarwert („NIW“) unseres Wertpapier-Portfolios um -1%.** Hintergrund ist das Übernahmeangebot für unsere langjährige strategische Position ids Immunodiagnostic Systems Holdings mit einer Übernahme-Prämie von mehr als 60%.

YTD 2021 stieg der Wert unseres Wertpapier-Portfolios um 31%. Im gleichen Zeitraum stieg der Benchmark-Index um 20,4%. YTD **beträgt unsere Outperformance demnach ca. 10,6%.**

2. Intrinsische Werte

2.1 Netto-Ertragswert (N-EPV)

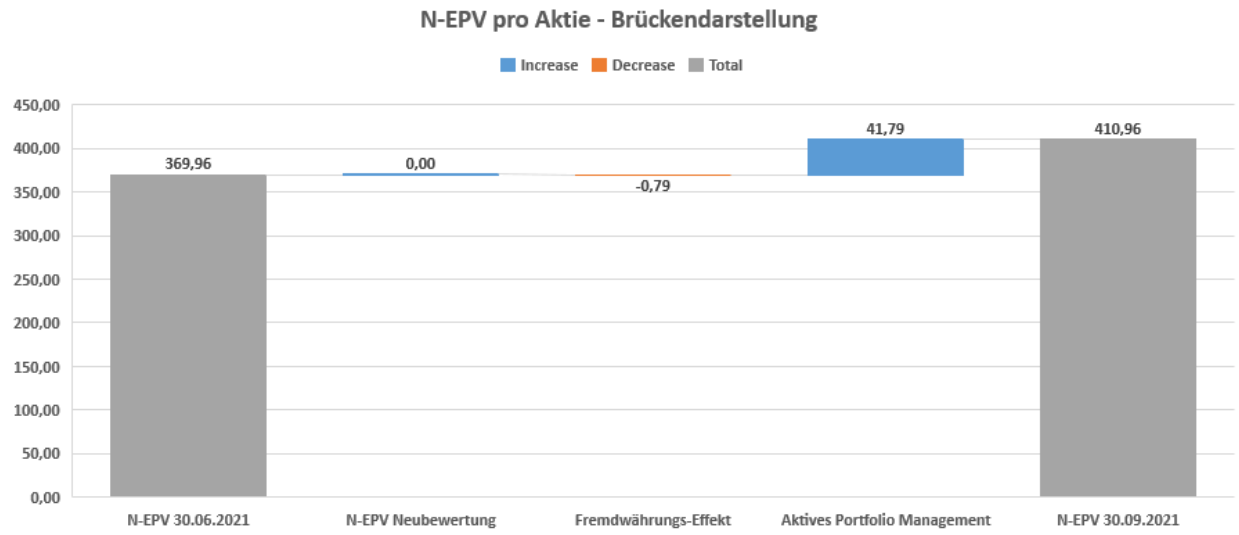
Die orangene Linie im obersten Chart zeigt den Netto-Ertragswert („N-EPV“) unseres Portfolios. Der N-EPV erfasst die Ertragskraft eines Unternehmens **in einer stabilen Situation - das Wachstum wird also nicht bewertet.** Wir berechnen es wie folgt:

a) Wir simulieren, wie viel Geld das Unternehmen generieren würde, wenn keine Neuinvestitionen in Wachstum getätigt werden würden, z.B. Investitionen.

b) Diesen Cashflow kapitalisieren wir.

Es handelt sich also um **eine sehr konservative Bewertung**, die keine Einschätzung des zukünftigen Wachstums vornimmt, da dies immer unsicher sein wird.

Im 3. Quartal 2021 stieg der **N-EPV von € 369,96** leicht **auf € 410,96 pro (fiktivem) Anteil, d.h. um 11,1%.** Diese Verringerung ist der Netto-Effekt der folgenden Änderungen:



Die wichtigsten Anpassungen waren:

a) **Wertanpassungen bei Beteiligungen**: wir haben den N-EPV von zwei Unternehmen hochgeschrieben, weil die Q I-Ergebnisse auf stetiges Wachstum zeigten und wir diese Entwicklungen in die Bewertung integriert haben. Dies führte zu einer **Erhöhung des N-EPVs um € 3,71 pro (fiktivem) Anteil**.

b) **Währungs-Effekte**: Währungseffekte haben den N-EPV um € 0,23 pro Aktie erhöht.

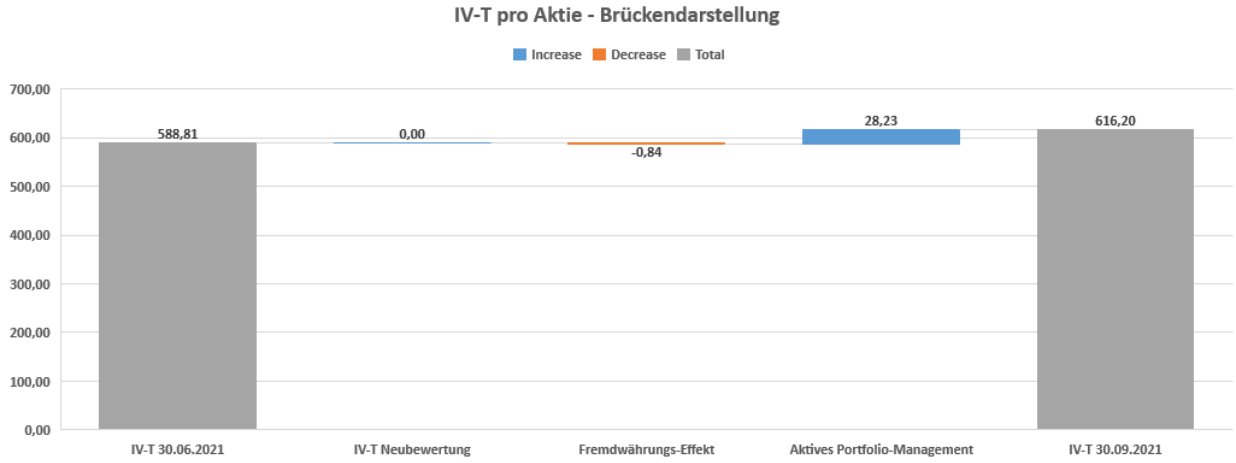
c) **Aktives Portfolio-Management**: Wir haben weiter Wertpapiere verkauft und damit höheren Intrinsischen Wert gegen Cash eingetauscht. Daraus resultiert die Verringerung des N-EPV.

Mit dieser Entwicklung – und der Stagnation des N-EPV YTD – haben wir unser Ziel bis jetzt verfehlt.

2.2 Intrinsischer Gesamtwert (IV-T)

Die Linie in grau im obersten Chart zeigt den Wert des Portfolios als IV-T – d.h. einschließlich des Wachstums. Im 3. Quartal 2021 **stieg der IV-T leicht von € 588,81 auf € 616,20 d.h., um 4,7%.**

Das folgende Brückendiagramm teilt die Erhöhung des IV-T in seine Bestandteile auf**:**



Die wichtigsten Entwicklungen waren:

a) Wertanpassungen bei Beteiligungen: Die Erhöhung um € 22,15 betrifft wie beim N-EPV zwei Hochschreibungen aufgrund höherer weiter steigender Erträge. Ausserdem haben wir den IV-T der ids auf die Höhe des Übernahmeangebots hochgeschrieben, das im 2. Quartal von einem strategischen Käufer und Geschäftspartner der ids gemacht wurde. Unser letzter IV-T lag bei GBP 3,38, das Übernahmeangebot lag bei GBP 3,82 – darum haben wir es unterstützt.

b) **Wechselkurse:** Veränderungen der Wechselkurse haben den IV-T um € 0,23 je Aktie vermindert.

c) **Portfolio-Management**: Der leichte Rückgang um € 12,84 resultiert aus Verkäufen zu Preisen oberhalb des IV-T.

2.4 Zusammenfassung

Der Stand von FFOVF wird immer noch am besten durch das erste Diagramm zusammengefasst, bei dem die Entwicklung des Fonds **anhand dreier Metriken** dargestellt wird:

a) Marktpreise

b) Intrinsischer Ertragswert („N-EPV“)

c) Intrinsischer Gesamtwert incl. Wachstum („IV-T“).

Der Aktienmarkt („Mr. Market“) hat offenbar seine Meinung über unser Portfolio **massiv geändert:**

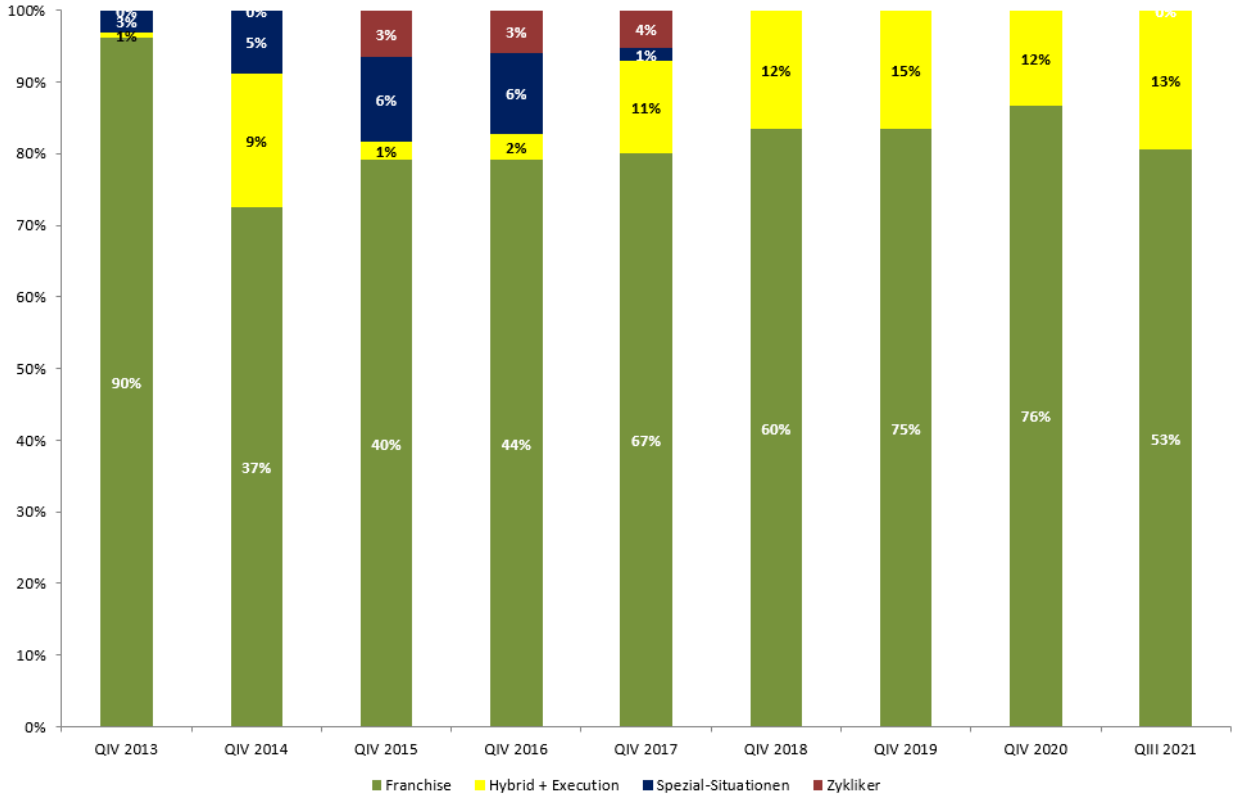
a) Vier Jahre (Q II 2016 – Q II 2020) hat er unser Portfolio **niedriger bepreist als der N-EPV**, d.h., der Intrinsische Wert des Portfolios ohne Wachstum! Das war konzeptionell falsch und eine klare Anomalie – und die bereinigt sich nach unserer Erfahrung immer wieder – **wie man einmal mehr sieht.**

b) **Seit Q III 2020 dreht die Bewertung deutlich**: im letzten Quartal hat Mr. Market sogar fast Euphorie für unser Portfolio entwickelt: der Marktwert liegt inzwischen sogar über dem IV-T. Wir werden diese Entwicklung zum Anlass nehmen, die IV-Ts zu überprüfen. Sollte es bei dem Ergebnis bleiben, würden wir die Werten mit Aktienkurs > IV-T schrittweise verkaufen.

B. Entwicklung unserer Investments

1. Portfolio nach Unternehmens-Qualität

Die nachstehende Grafik zeigt die **Entwicklung unseres Portfolio-Mix nach Qualität des Unternehmens**:



Wie Sie sehen können, hat sich die Entwicklung der letzten Quartale fortgesetzt:

a) Die **Franchise-Geschäfte** stellen mit 73% Anteil am Portfolio deutlich mehr als die Hälfte des investierten Vermögens. Dieser Anteil beinhaltetet die ids, insofern wird er im 3. Quartal deutlich sinken, wenn die Aktien ausgebucht werden.

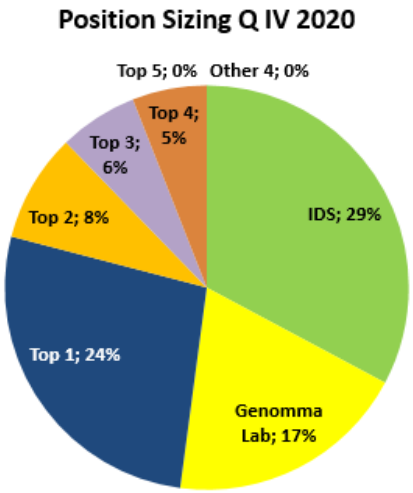
b) Die **Kategorie Hybride und Execution-Geschäfte haben ihren Anteil gehalten.**

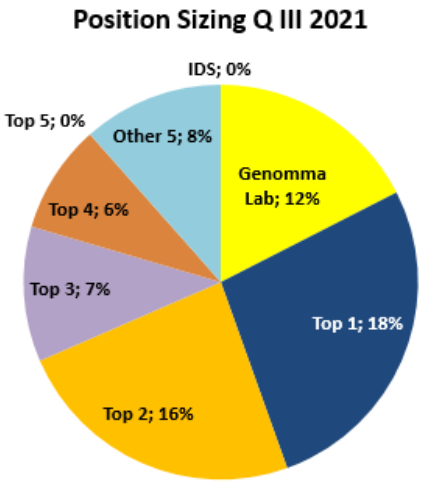
c) Weitere Kategorien gibt es nicht im Portfolio, z.B. **Zykliker oder Roll-ups.**

Mittel- und langfristig wollen wir **ca. die Hälfte unseres Portfolios in Franchise-Geschäften haben**, aber wir machen keine Tops-Down Allokation.

2. Portfolio-Konzentration

Nachfolgend findet sich eine Aufstellung der Positionen nach Beteiligungsgröße:





Der Anteil unserer **größten Position ids** ist durch das Übernahmeangebot deutlich weiter gestiegen, am Ende des letzten Quartals lag er bei 36%.

Größte Position ist **Genomma Lab mit 12%,** diese Position wurde im Qurtal leicht abgebaut, weil wir das politische – und damit verbunden Währungs-Risiko für zunehmend unattraktiv einschätzen.

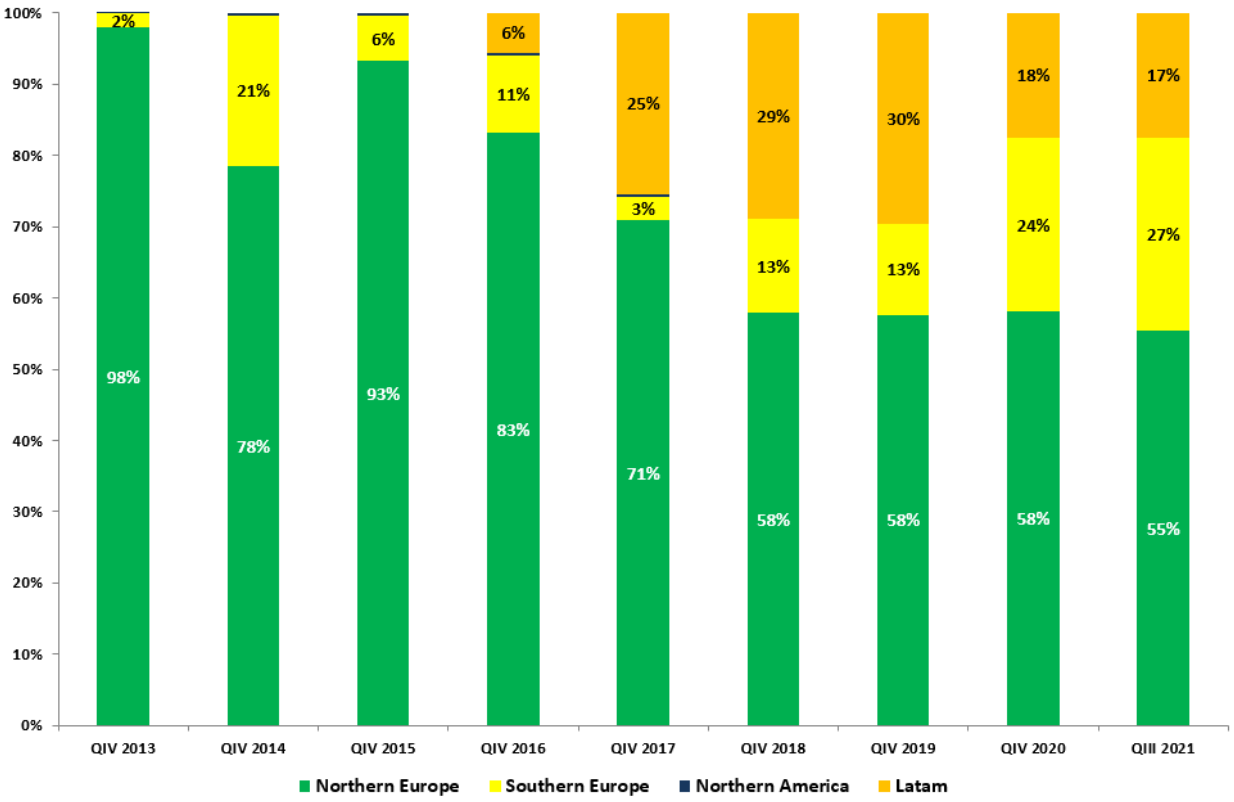
Damit hat sich die Konzentration unseres Portfolios **weiter erhöht:**

a) Die **drei größten Investments machen nun 61% des Wertpapiervermögens aus,** die **fünf größten Positionen** machen ca. 74% des Fondsvermögens aus.

b) Unsere **kleinsten Positionen unterhalb der Top 5** machen jetzt noch 12% (13%) des Fondsvermögens aus, es handelt sich um 4 Positionen.

3. Portfolio-Zusammensetzung nach Region

In der nachstehenden Tabelle finden Sie die Entwicklung unserer regionalen Ausrichtung:



Der Anteil unserer **Kern-Region Nord-Europa** ist wieder auf 71% gestiegen. Das entspricht genau unserer Investment-Philosophie: in dieser Region haben wir einen Wettbewerbsvorteil, weil wir Märkte und Menschen sehr gut verstehen.

C. Entwicklung unserer Short-Investments

1. Portfoliostruktur und -entwicklung

Am Ende von Q III 2021 gab es keine Short-Positionen.

D. Investitions-Umfeld

Wir haben im 1. Halbjahr nur **2 Positionen als mögliche Kauf-Kandidaten gesehen**. Am Ende haben wir **keinen der beiden Werte gekauft**. Beide Werte haben sich seit dem Zeitpunkt dieser Entscheidung **deutlich schwächer als unser Portfolio entwickelt.**

Der Aktienmarkt ist zwar generell sehr hoch bewertet, aber der Markt favorisiert Wachstum und Technologie, teilweise in einer völlig unkritischen Art. Das führt zu „**lokalen Blasen**“ in einigen Segmenten wie den SPACs. Umgekehrt werden Unternehmen mit traditionellen Geschäftsmodellen und „Schönheitsfehlern“ stark abgestraft. Das ist der Teil des Marktes, in

dem wir als Value Investoren unterwegs sind, und hier gibt es immer wieder günstige Einstiegsmöglichkeiten.

Insofern haben wir weiterhin **eine Watchlist** mit mehr als 10 Kandidaten, bei denen wir nicht sehr weit von unserem Einstiegslimit entfernt sind.

Insofern erwarte ich, dass wir bis zum Jahresende mindestens ein Investment tätigen, das unsere Rendite-Schwelle erfüllt.

E. Risikobericht

Wir möchten Sie auf die umfangreiche Diskussion der wesentlichen Risiken hinweisen, die im Report of the CIO für das Gesamtjahr 2020 zu finden ist.

Seitdem hat sich die **Risiko-Lage nach unserer Einschätzung nicht wesentlich verändert.**

F. Ausblick

Wir hatten ein gutes Quartal und damit ein unserer Ansicht nach sehr gutes 1. Halbjahr. Die Ergebnisse wurden durch eine Neubewertung vieler Positionen erzielt, die der Markt u.E. zuvor definitiv viel zu niedrig bewertet hatte.

Für die Zukunft erwarten wir eine deutlich weniger dynamische Entwicklung, weil die Aktienbewertungen inzwischen Höhen erreicht haben, die aus der historischen Perspektive einen Rückschlag erwarten lassen.

Ihr

Burkhard Wittek

Anhang: Glossar

Execution-Unternehmen: Ein Unternehmen, dass täglich die richtigen Managemententscheidungen benötigt, um gute Ergebnisse zu erzielen. Umgekehrt hat es eine geringe Kundenhaftung und einen geringen Wettbewerbsvorteil.

Franchise-Unternehmen: Ein Unternehmen mit hoher Kundenhaftung und starkem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen dieser Gruppe wären starke Marken in FMCG, Softwareunternehmen mit kritischen Anwendungen und ein auf wiederkehrenden Umsätzen basierendes Erlösmodell oder Unternehmen mit „Network Economics".

Hybrid-Unternehmen: Ein Geschäft, dass sowohl Merkmale des Franchise- als auch des Execution-Unternehmens aufweist

Nettoinventarwert ("NAV"): Der Wert des Fonds zu Marktpreisen.

Die **Nettoertragskraft („N-EPV"):** sie stellt die Ertragskraft des Unternehmens in der aktuellen Situation dar. Die Berechnung erfolgt auf Basis des Cashflows nach Steuern zum Unternehmenswert (d.h. vor Zinsen) nach Eliminierung von Aufwendungen / Investitionen ins Wachstum. Wir stützen uns dabei auch auf ein Profitniveau, dass als Mittelwert des Industriezyklus betrachtet wird.

Wir kapitalisieren dann diese Kapitalflusskennzahl - wir nennen sie a" **Owner Earnings** " oder "OE" - mit einem Cap-Faktor, der auf Unternehmensqualität und Marktkapitalisierung basiert. Für ein Large-Cap-Franchise-Unternehmen kapitalisieren wir beispielsweise die Owner Earnings mit dem Faktor 12.

Intrinsischer Gesamtwert („IV-T"): er erfasst den Gesamtwert des Unternehmens, der sich aus der Summe des N-EPVs, strukturellen Verbesserungen des Geschäfts und dem Wert des erwarteten Wachstums ergibt. Als solches enthält er mehrere kritische Annahmen über die Zukunft und ist weniger zuverlässig als der N-EPV.

IV-T diskontiert den zukünftigen Erwartungswert - wenn also der Marktpreis einer Aktie den IV-T erreicht, können Sie einen IRR von 8-12% pro Jahr erwarten - dies ist die Bandbreite der verwendeten Diskontierungssätze.