

Memorandum

An : Forum Geschäftsfreunde und Interessenten
Von : BW
Datum : 11. Mai 2022
Betreff : FES Bericht des Chief Investment Officer („CIO“) Q I 2022_V_1.0

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. Januar 2022 bis 31. März 2022**.

A. Ergebnisse in Q I 2022

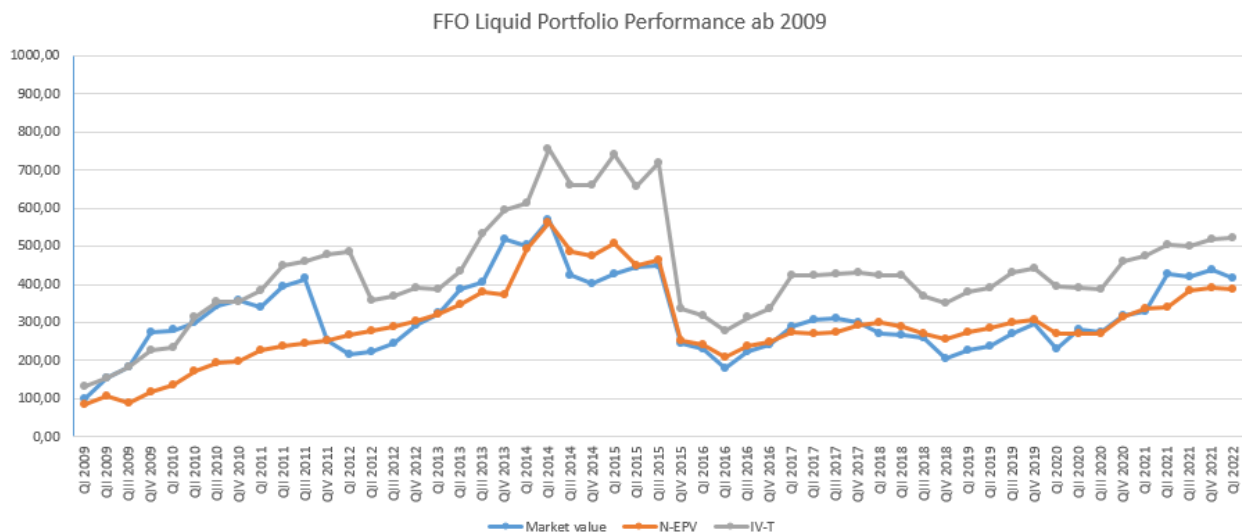
Der Chart auf der nächsten Seite zeigt die Entwicklung unseres Fonds anhand **der drei von uns verwendeten Kennzahlen**:

- a) Ergebnisse zu Börsenkursen: Nettoinventarwert
- b) Intrinsischer Wert I: Nachhaltiger Nettoertragswert ohne Wachstum

c) Intrinsischer Wert II: Nachhaltiger Gesamtwert mit Wachstum.

Im Zentrum der Anlagephilosophie des Fonds steht das Ziel, **den Intrinsischen Wert unseres Portfolios um 10-15% pro Jahr zu steigern**. Die Börsenkurse sind viel volatil, 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 I 2022 sank der Nettoinventarwert („NIW“) je (fiktivem) Anteilsschein von € 438,41 auf € 416,59, d.h. um -4,9%. Unsere Benchmark MSCI Europe ist im gleichen Zeitraum um 5,9% gefallen. D.h., wir hatten eine **Outperformance von ca. 1,0%**.

2. Intrinsische Werte

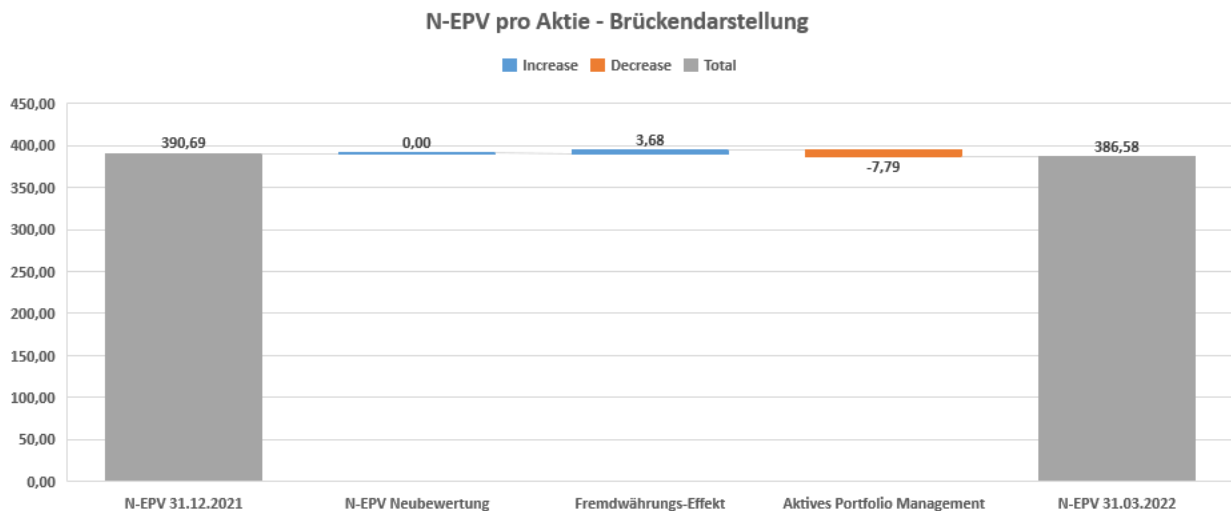
2.1 Netto-Ertragswert (N-EPV)

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:

- Wir simulieren, wie viel Geld das Unternehmen generieren würde, wenn keine Neuinvestitionen in Wachstum getätigt werden würden, z.B. Investitionen.
- 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 1. Quartal 2022 sank der N-EPV leicht **von € 390,69 auf € 386,58, d.h. um -1%**. Diese Erhöhung ist der Netto-Effekt der folgenden Änderungen:



Die wichtigsten Anpassungen waren:

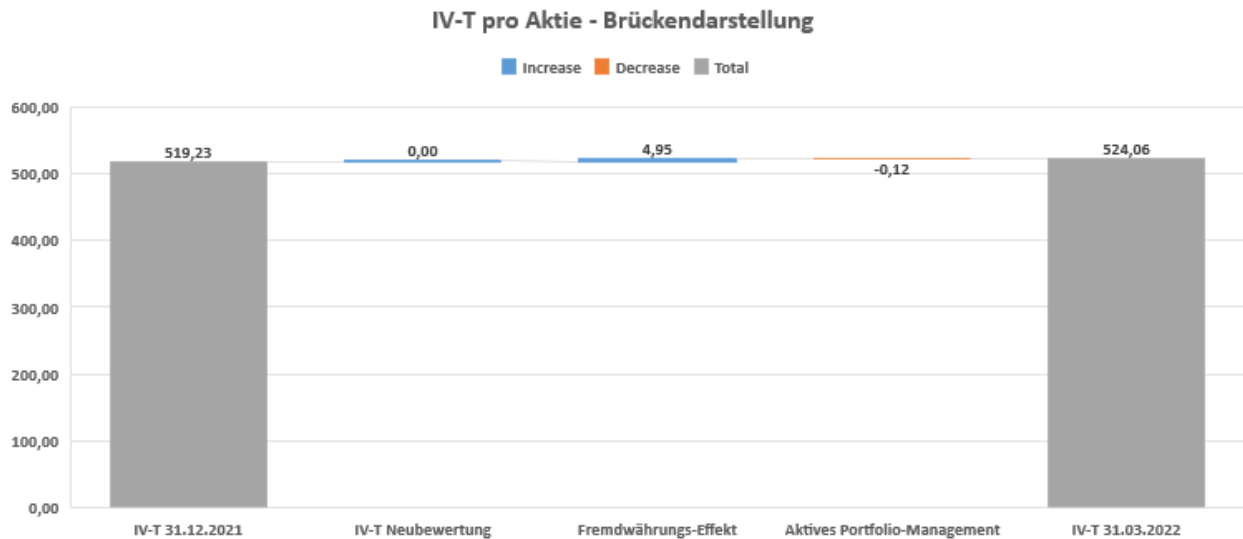
- a) **Wertanpassungen bei Beteiligungen:** wir haben keine Wertanpassungen bei den N-EPVs vorgenommen.
- b) **Währungs-Effekte:** Währungseffekte haben den N-EPV des Portfolios um € 3,68 erhöht. Dieser Effekt beruht auf i.w. auf der Aufwertung des mexikanischen Pesos gegenüber dem €.
- c) **Aktives Portfolio-Management:** Wir haben einige Wertpapiere verkauft, deren Börsenkurs über dem Intrinsischem Wert lag. Rechnerisch führt dies zu einer Senkung des N-EPV des Portfolios.

Mit einer Erhöhung des N-EPV von -1% im Quartal haben wir unser Ziel einer Erhöhung um > 10% p.a. nicht erreicht. Hier sollten wir das finale Urteil erst Ende des Jahres sprechen.

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 1. Quartal 2022 **stieg der IV-T von € 519,23 auf € 524,06, d.h., um 0,93%**.

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



Die wichtigsten Entwicklungen waren:

- Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Auch hier wurden keine Erhöhungen vorgenommen.
- Wechselkurse:** Veränderungen der Wechselkurse haben den IV-T um € 4,95 je Aktie vermindert.
- Portfolio-Management:** Der leichte Rückgang des IV-T um 0,12 resultiert aus Verkäufen zu Preisen unterhalb 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:

- Marktpreise
- Intrinsischer Ertragswert („N-EPV“)
- Intrinsischer Gesamtwert incl. Wachstum („IV-T“).

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

- 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 II 2020 dreht die Bewertung deutlich:** im letzten Quartal hat Mr. Market sogar fast Euphorie für unser Portfolio entwickelt: der Marktwert liegt inzwischen in der oberen Spanne der Intrinsischen Werte.

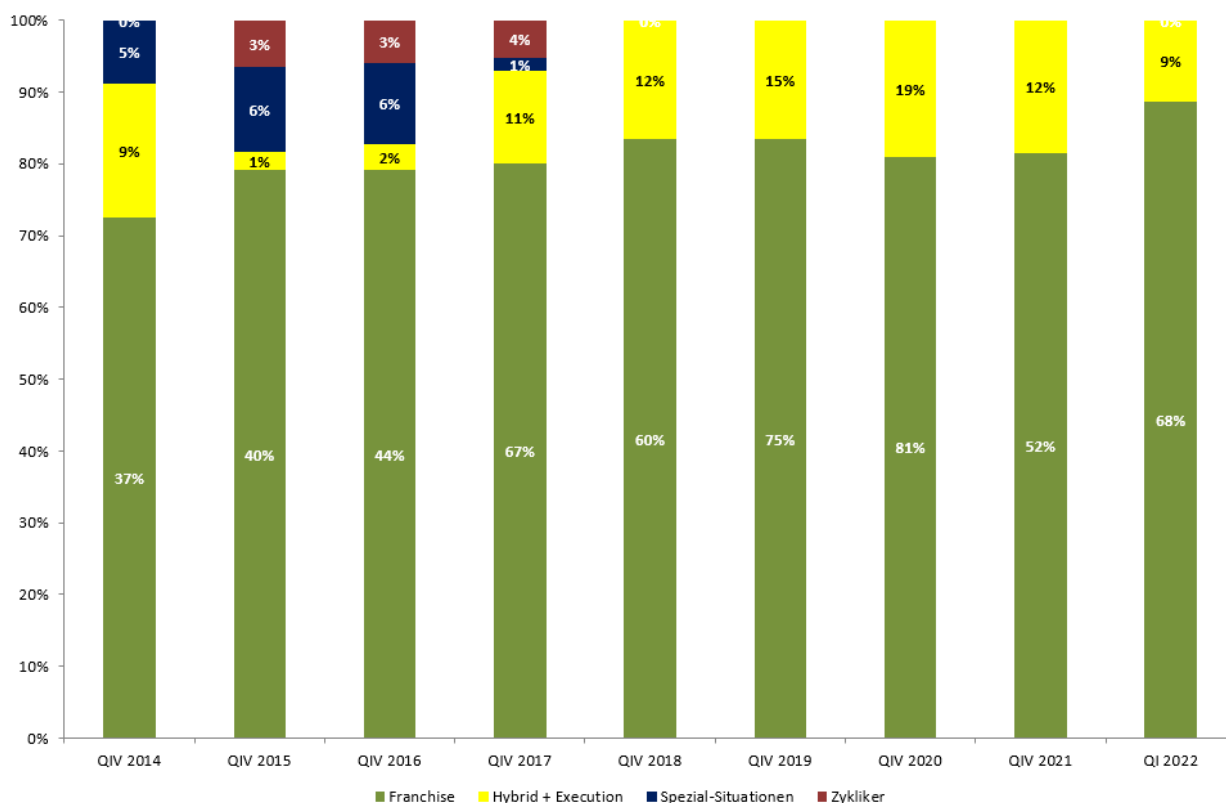
Damit gilt für unsere Erwartungen zur zukünftigen Entwicklung des NIW:

- a) die Aufholjagd der Unterbewertung unseres Wertpapier-Portfolios ist weitgehend abgeschlossen. Ab jetzt erwarten wir **eine Wertentwicklung, die sich am Internen Compounding der Intrinsischen Werte** unserer Beteiligungen orientiert, und dafür liegt der Zielwert bei 10 – 15% p.a.
- b) Angesichts der hohen Bewertung der Aktienmärkte und einiger Exzesse in einzelnen Segmenten kann es zwischendurch **Rücksetzer geben**, das interessiert uns aber nicht, wir denken hier konsequent langfristig.

B. Entwicklung unserer Investments

1. Portfolio nach Unternehmens-Qualität

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

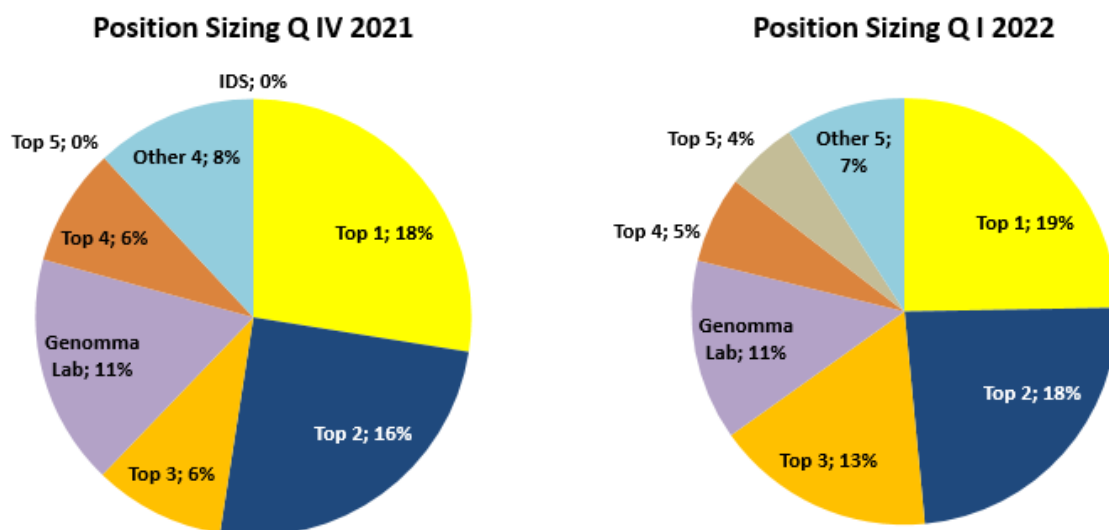


Die wesentlichen Entwicklungen sind:

- a) **Franchise-Geschäfte** sind weiterhin der Kern unseres Portfolios, der Anteil lag am Ende des letzten Quartals bei 68%. Unser langfristiges Ziel ist eine Quote >50%.
- b) Die **Kategorie Hybride Geschäfte** hat ihren Anteil am Wertpapier-Portfolio von 12 auf 9% verringert.

2. Portfolio-Konzentration

Nachfolgend findet sich eine Aufstellung der Positionen nach Beteiligungsgröße:



Die beiden größten Positionen sind **EDP-R** und **Sartorius**.

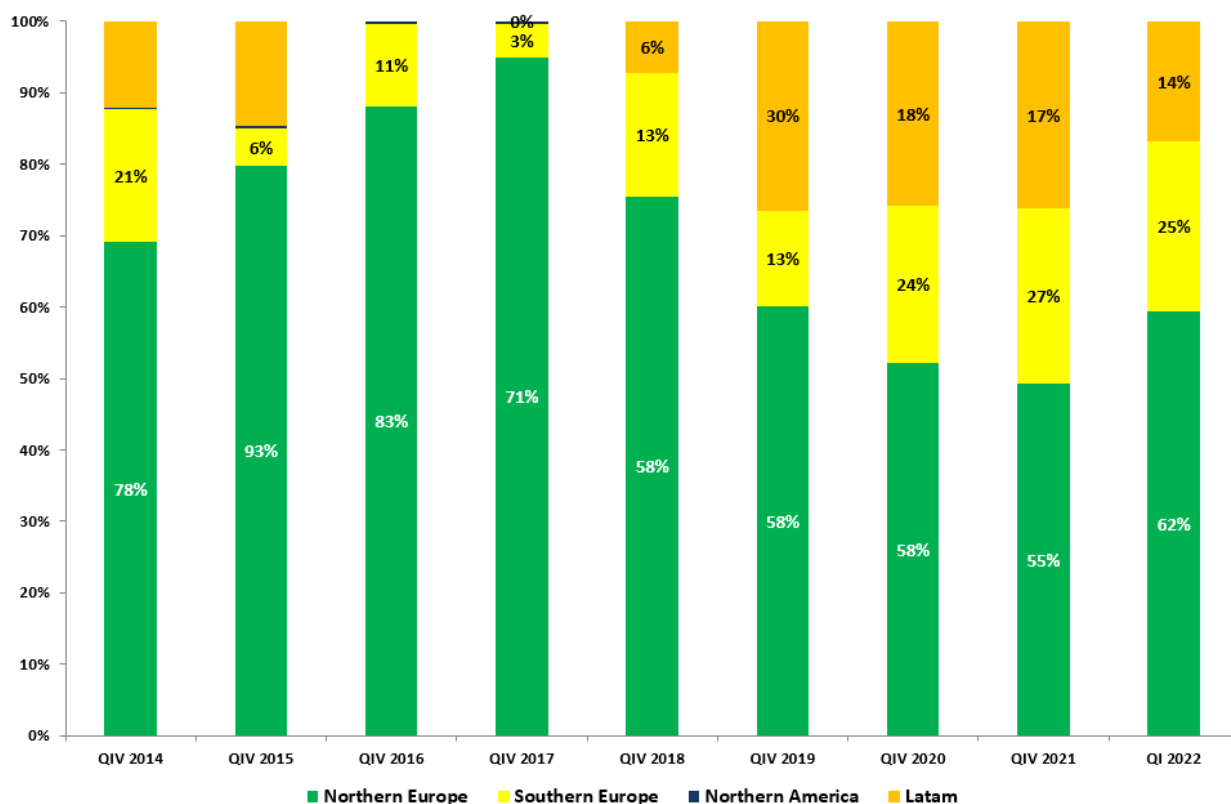
Die drittgrößte Position ist **Pandora**, der weltgrößte Schmuckhersteller, der sich einer Umstrukturierung unterzieht.

Damit bleibt die Konzentration unseres Portfolios **hoch**:

- a) Die **drei größten Investments** machen **50% des Fondsvermögens** aus.
- b) Die **fünf größten Positionen** machen ca. 66% des Fondsvermögens aus.
- b) Unsere **kleinsten Positionen unterhalb der Top 5** machen jetzt noch 7% 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** liegt bei 62%. **Süd-Europa** kommt auf 25%, das beinhaltet vor allem die Position EDP-R, dem zweitgrößten Betreiber von Windparks der Welt. Die Gesellschaft hat einen Doppelsitz in Spanien und Portugal, aber das Gros der Aktivitäten ist in den USA. Insofern ist die operative Abhängigkeit von Südeuropa niedriger.

Südamerika hat einen Anteil von 14%, diesen Anteil möchten wir aufgrund des zunehmenden politischen Risikos perspektivisch reduzieren.

C. Entwicklung unserer Short-Investments

1. Portfoliostruktur und -entwicklung

Am Ende von Q I 2022 hatten wir **keine Short-Position**. Die Dynamik der Werte, die sich zunehmend von traditionellen Bewertungs-Maßstäben abkoppelt, macht shorten extrem schwierig.

D. Risikobericht

Wir möchten Sie auf die umfangreiche Diskussion der wesentlichen Risiken hinweisen, die im jährlichen Brief des CIO 2021 zu finden ist.

Ich spare mir weitere Ausführungen zu diesem Thema an dieser Stelle, s. dazu mein separater Brief.

E. Ausblick

Wir hatten kein zufriedenstellendes Quartal, aber die Wertentwicklung unseres Portfolios war besser als der Index.

Die Intrinsischen Werte erhöhten sich nicht im Zielkorridor von ca. 10% p.a.. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass sich Entwicklung hier im Rest des Jahres beschleunigen wird.

Ihr

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'B. Wittek'.

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.