

# Memorandum

An : Forum Stakeholders/Interessenten  
Von : BW  
Datum : 4. November 2020  
Betreff : FES Chief Investment Officer Bericht über Q III 2020 Ergebnisse\_V\_2.2

---

Dieser Bericht des CIO richtet sich an alle **Stakeholder, die an den Aktivitäten des FORUM Family Office („FFO“) im Bereich börsennotierter Unternehmen interessiert sind.**

Hauptsächlich dient der Bericht

- a) unseren **Mitarbeitern** als Feedback wie gut wir gearbeitet haben – langfristige Investment-Performance ist unsere ultimative Scorecard
- b) den **Unternehmen und deren Verantwortlichen**, welche 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** bewerben, um Ihnen ein Gefühl zu geben, was Sie als Mitarbeiter von FORUM erwartet.

Gelegentlich werden wir auf unsere Aktivitäten im börsennotierten Bereich als **FORUM European Smallcaps („FES“)** verweisen.

Der Bericht bezieht sich auf das 3. Quartal 2020/den Zeitraum **1. Januar 2020 bis 30. September 2020.**

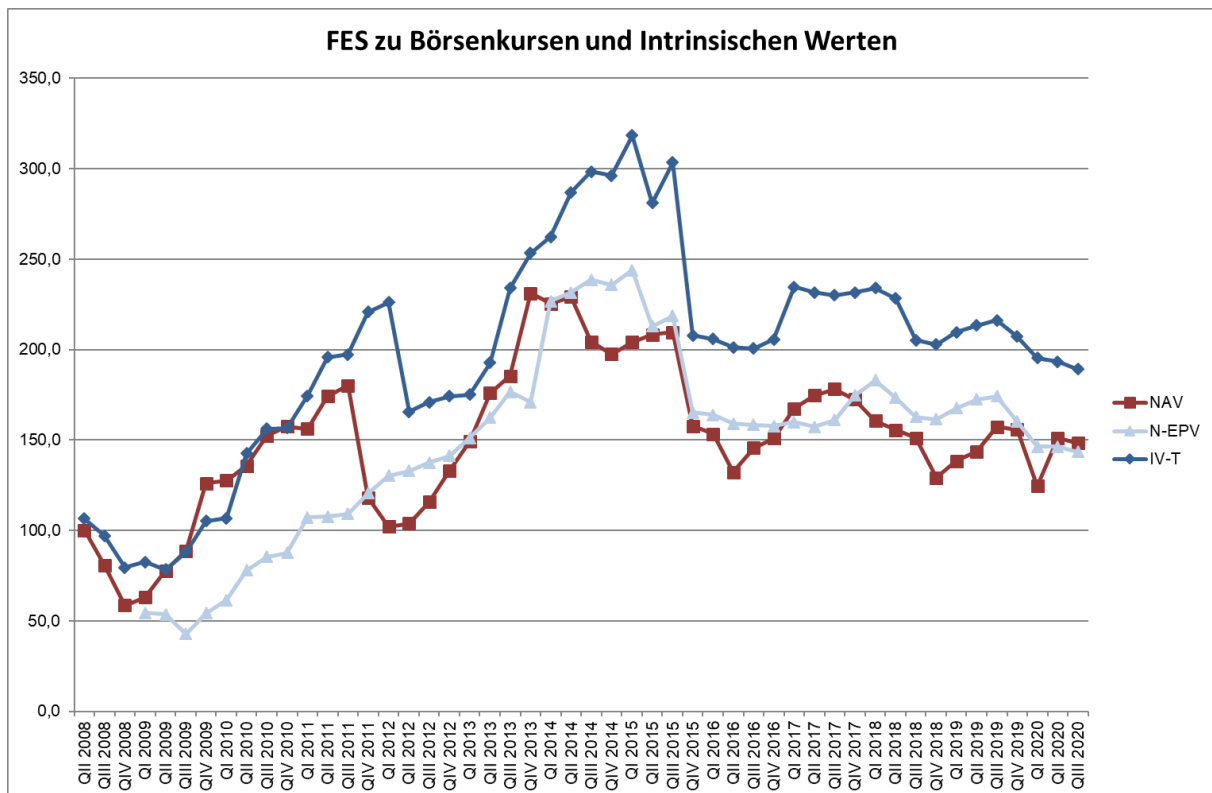
## A. Ergebnisse in Q III 2020

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

- Ergebnisse zu Börsenkursen („NAV“):** Nettoinventarwert. Die Abkürzung steht für „Net Asset Value“.
- Intrinsischer Wert I („N-EPV“):** Nachhaltiger Nettoertragswert ohne Wachstum. Die Abkürzung steht für „Net Earnings Power Value“.
- Intrinsischer Wert II („IV-T“):** Nachhaltiger Nettoertragswert gesamt, d.h. mit Wachstum. Die Abkürzung steht für „Intrinsic Value Total“.

Im Zentrum der Anlagephilosophie des Fonds steht das Ziel, **den Intrinsischen Wert unseres Portfolios mit einer Rate von 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 Entwicklungen dieser Kennzahlen kommentieren.



## 1. Ergebnisse zu Börsenkursen

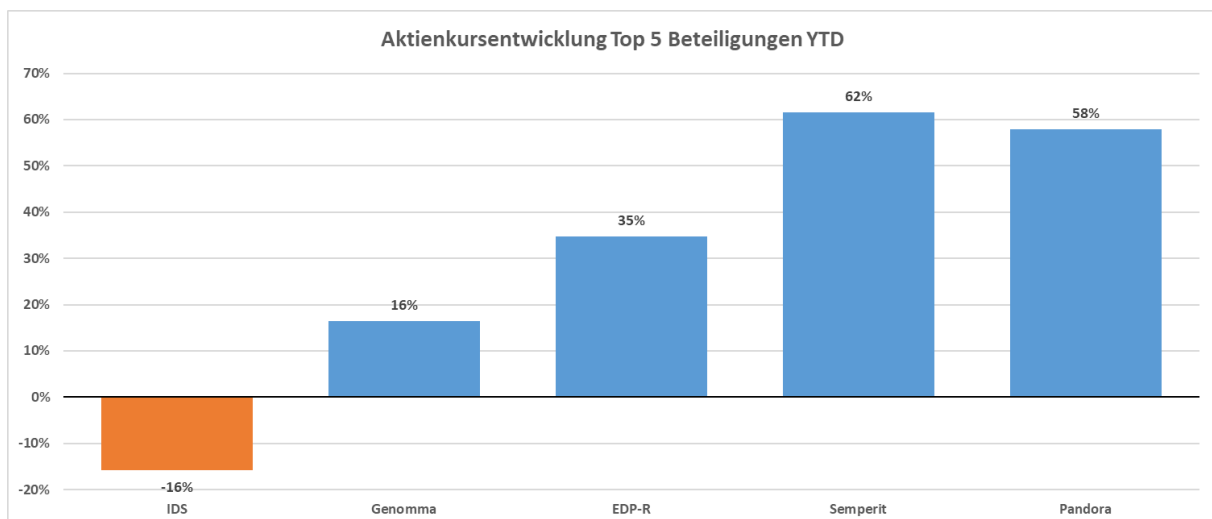
### 1.1 Überblick

In Q III 2020 sank der Nettoinventarwert („NAV“) je Aktie von € 151,21 auf € 148,36, d.h. um 1,9%. In dieser Periode stieg der MSCI Europe um 0,4%. Damit blieb FES hinter der Performance des Gesamtmarktes zurück.

YTD liegt die Wertentwicklung des Fonds bei -4,8%. In diesem Zeitraum lag der Benchmark bei -14,0%. Wir haben demnach **eine kleine Outperformance von 9,2% erarbeitet**.

### 1.2 Beste und Schlechteste Entwicklung

Der folgende Graph zeigt die Entwicklung der Börsenkurse unserer 5 größten Beteiligungen im Zeitraum 1.1. – 30.9.2020. Bemerkenswert erscheinen die folgenden Entwicklungen:



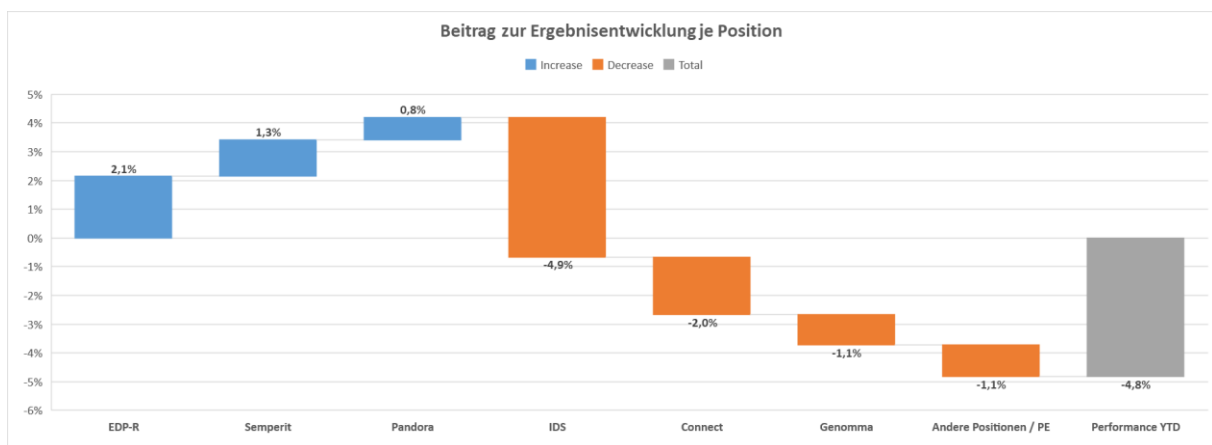
- a) **Unsere größte Position ids plc.** ist ein englisches Unternehmen aus dem Bereich Immundiagnostik. Die Gesellschaft verfügt über eine eigene Analyse-Plattform die bei Laboren platziert wird, um dann systemgebundene Tests zu verkaufen. Ids ist eine der beiden strategischen Beteiligungen von FORUM, der Unterzeichner ist Chairman.

In den ersten 9 Monaten war der Kurs des Unternehmens in Landeswährung um 16% rückläufig. Hauptgrund sind deutlich rückläufige Umsätze, weil die Arztpraxen leer sind und die Tests – überwiegend Routine-Tests – deutlich weniger verschrieben werden. Wir gehen davon aus, daß sich diese Situation im Verlauf von 2021 normalisieren wird.

- b) **Genomma Lab** hat in MXN um 16% zugelegt, während der mexikanischen Index IPC 35 um ca. 19% rückläufig war. GenommaLab war die Aktie mit der besten Aktienkursentwicklung im IPC 35 in 2020. Dies ist die zweite strategische Beteiligung von FORUM, der Unterzeichner ist Mitglied des Aufsichtsrats.

- c) **EDP-R** ist unser „Dauerläufer“ im Bereich Renewable Energies. Die Ergebnisentwicklung im 1. Halbjahr war wie immer sehr gut. Mit einem Kurs-Anstieg von 35% war die Aktie in den ersten 3 Quartalen 2020 innerhalb des portugiesischen Large-Cap Indexes PSI-20 **die Aktie mit der besten Kursentwicklung**.
- d) **Semperit** profitiert mit seiner Sparte „chirurgische Handschuhe“ von der globalen Corona-Pandemie. Mit einem Kursgewinn von 62% war die Aktie **der Wert mit der besten Aktienkursentwicklung im österreichischen Midcap-Index in 2020**.
- e) **Pandora** ist die nach Umsatz größte Juwelierkette der Welt. Das Unternehmen hatte 2018/19 seinen Markenkern verloren. Ein neuer CEO versucht diesen Kern – Emotion und Individualisierung – wiederzubeleben. Die ersten Zahlen signalisieren, daß dieser Turnaround zu greifen beginnt. Mit einem Kursgewinn von 58% war Pandora **die Aktie der Wert mit der besten Aktienkursentwicklung im dänischen Largecap Index C20**.

Das nachfolgende Schaubild zeigt den Beitrag der diversen Positionen – long und short zur Ergebnisentwicklung des Fonds in den ersten 9 Monaten 2020 von -4,8%:



Die folgenden Entwicklungen erscheinen bemerkenswert:

- a) **IDS** allein war verantwortlich für eine Wertminderung um 4,9% - wir haben hier > 15% investiert
- b) **Die Kurs-Halbierung bei connect Group** hat den Fonds 2,0%-Punkte an Performance gekostet. Da die operative Performance in 2020 über den Erwartungen lag, steht nach unserer Ansicht das endgültige Urteil über diese Position aus.
- c) Unsere Beteiligung in **Genomma Lab** hat uns 1,1%-Punkte gekostet obwohl die Aktie in der Landeswährung MXN um 16% gestiegen ist. Leider hat die Corona-Krise zur einer massiven Abwertung des Mexikanischen Peso ggü dem Euro geführt, sodass die Position in € an Wert verloren hat. Die Abwertung revidiert sich langsam, wir sind optimistisch dass bis Jahresende ein positiver €-Beitrag zu verzeichnen ist.

## 2. Intrinsische Werte

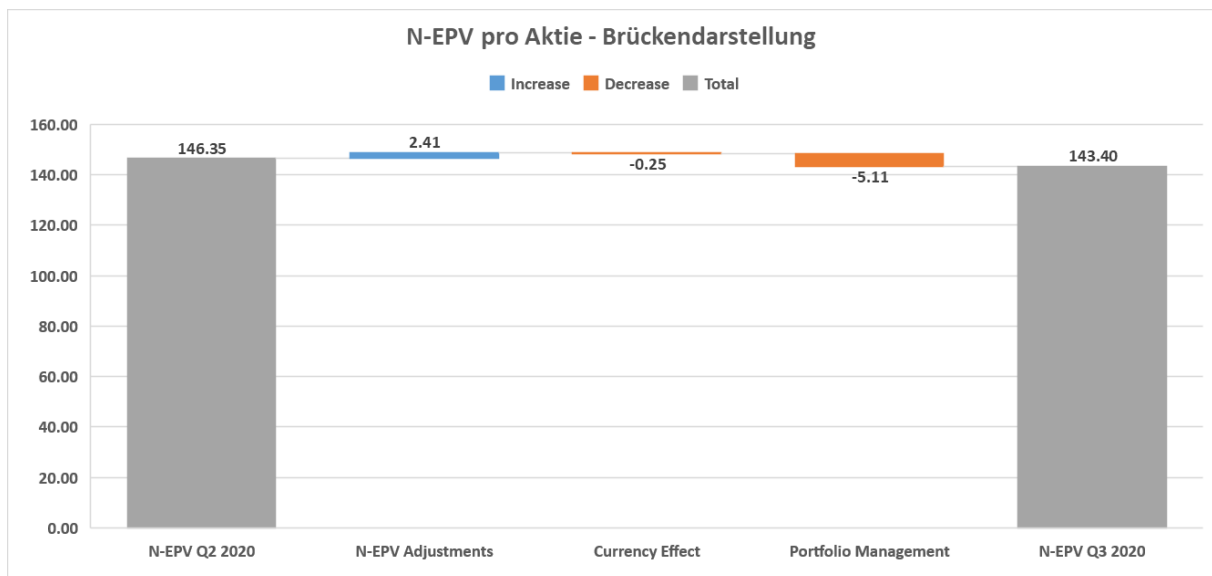
### 2.1 Netto-Ertragswert (N-EPV)

Die hellblaue Linie im Chart auf Seite 2 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. neue Maschinen.
- 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 2020 hat sich der N-EPV von € 146,35 auf € 143,40 vermindert, d.h. um € 2,95 bzw. **2,0%**. Diese Verminderung ist der Effekt von folgenden Faktoren:



a) **Werterhöhungen auf Beteiligungen:** wir haben den N-EPV von einer Beteiligung hochgeschrieben:

- **Semperit:** das EBITDA der Sempermed-Sparte wird dieses Jahr von ca. € 6 Mio. auf mehr als € 100 Mio. hochschießen. Die Sparte steht zum Verkauf, insofern gehen wir davon aus, daß der von uns angesetzte Erlös deutlich höher sein wird als von uns bislang angenommen.

# FORUM

**European Smallcaps GmbH**

Die Hochschreibung führte zu einer Erhöhung des N-EPVs des Portfolios um € 2,41 je Aktie.

- b) **Währungs-Effekte:** Waren im Quartal unbedeutend
- c) **Aktives Portfolio-Management:** Die Wertminderung um € 5,11 kommt durch ein „Aufräumen“ des Portfolios zustande:
- **Qliro Group:** Wir haben unsere Position in Qliro komplett verkauft, da die Entwicklung der drei Geschäftsbereiche, v.a. bei der Online-Modemarke Nelly, hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben ist.
  - **GHSF:** Grupo Hotelero haben wir abgestoßen, nachdem klar wurde dass Corona einen längerfristigen Effekt auf das Hotel-Gewerbe haben würde. Seit unserem Verkauf ist der Kurs weiter eingebrochen, die Entscheidung, zu Beginn der Krise zu verkaufen, war richtig.

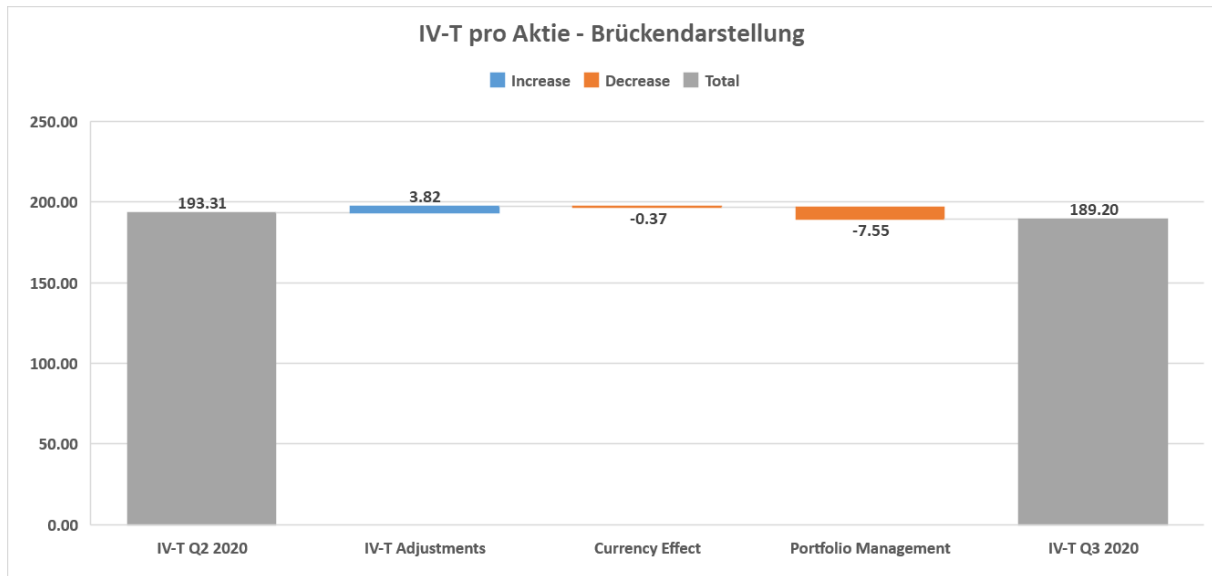
Wir haben beide Positionen unterhalb des ursprünglich ermittelten N-EPV abgestoßen. Sie hatten die Erwartungen nicht erfüllt und passen außerdem nicht mehr zur neuen Investment-Philosophie, weshalb wir uns vorzeitig davon getrennt haben.

Gegenüber dem Stand des N-EPV zu Jahresbeginn von € 160,22 liegen wir mit einem aktuellen Wert von € 143,40 **immer noch um 10,5% zurück**. Damit haben wir unser Ziel einer stetigen Steigerung dieses Intrinsischen Wertes bislang verfehlt. Grund sind die starken Wertberichtigungen am Ende des 1. Quartals und die Portfolio-Anpassungen im 3. Quartal, die immer noch nicht vollständig aufgeholt werden konnten.

## 2.2 Intrinsischer Gesamtwert (IV-T)

Die Linie in dunkelblau im obersten Chart zeigt den Wert des Portfolios als IV-T – d.h. auf Basis von Bewertungen einschließlich des Wachstums. Im 3. Quartal 2020 **sank der IV-T von € 193,31 auf € 189,20 d.h. um 2,1%**.

Folgendes Brückendiagramm teilt die Verminderung des IV-T in seine Bestandteile auf:



Die wichtigsten Entwicklungen waren:

- Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Wir haben auch hier den Intrinsischen Wert von **Semperit** hochgeschrieben. Daraus resultierte eine **Erhöhung des IV-T um € 3,82 pro Aktie**.
- Wechselkurse:** Keine Veränderungen
- Portfolio-Management:** Die Verminderung um € 7,55 ist v.a. durch die oben beschriebenen Portfolio-Maßnahmen bedingt.

Gegenüber dem Stand des IV-T zu Jahresbeginn von € 207,30 liegen wir mit einem aktuellen Wert von € 189,20 **immer noch leicht zurück**. Damit haben wir auch hier unser Ziel einer stetigen Steigerung dieses Intrinsischen Wertes bislang verfehlt.

## 2.4 Zusammenfassung

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

- Marktpreise /Nettoinventarwert
- Intrinsischer Ertragswert ohne Wachstum
- Intrinsischer Gesamtwert incl. Wachstum

**Die leichte Verminderung des NAV im 3. Quartal 2020** entspricht etwa den Wertminderungen bei den Intrinsischen Werten – wenngleich die Gründe sich voneinander unterscheiden.

**Im Ergebnis liegt der NAV immer noch am unteren Ende der Spanne zwischen N-EPV und IV-T.**

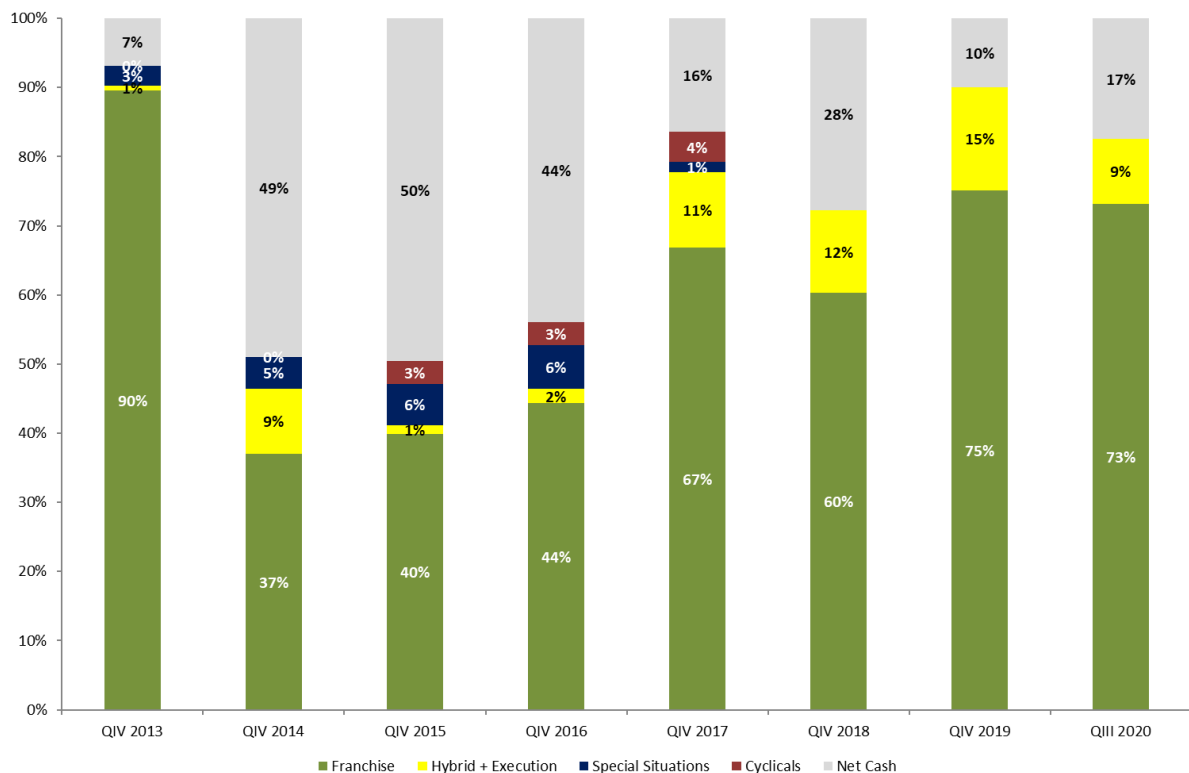
Unser Portfolio ist **nach diesen Kriterien immer noch „unterbewertet“**. Die Gründe haben wir mehrfach diskutiert – letztlich entspricht unser Investment-Stil nicht dem, was derzeit „hip“ ist – Technologie und hohes Wachstum.

Negativ: wir haben es wieder nicht geschafft, die Intrinsischen Werte unseres Portfolios zu erhöhen, entweder durch Ergebniswachstum der Unternehmen im Portfolio oder durch Umschichtungen von voll bewerteten Positionen in unterbewertete.

## B. Entwicklung unserer Investments

### 1. Portfolio nach Unternehmens-Qualität

Die nachstehende Grafik zeigt die **Entwicklung unseres Portfolio-Mix nach Qualität der Beteiligungen**:



**Franchise-Geschäfte** – das sind Geschäfte der höchsten Qualitäts-Stufe – haben ihren Anteil am Portfolio seit Jahresbeginn leicht von 75% auf 73% verringert. Dies ist der Netto-Effekt von **Verkäufen in Genomma Lab/Mexico** und der Aufstockung unserer Position in **Bayer**.



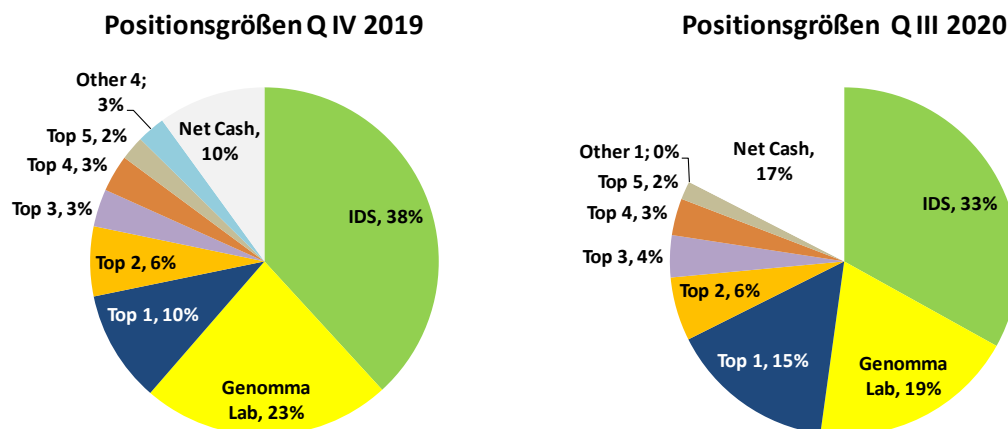
# FORUM

European Smallcaps GmbH

Der Netto-Cash ist mit **17% im Rahmen unseres Ziel-Korridors**. Wir rechnen damit, dass wir in den nächsten Monaten 1-2 Werte abbauen werden, werden aber auch Positionen aufbauen/aufstocken, falls sich eine attraktive Gelegenheit am Markt ergibt.

## 2. Portfolio-Konzentration

Nachfolgend findet sich eine Aufstellung der Positionen nach Beteiligungsgröße:



Die Konzentration unseres Portfolios ist seit Jahresbeginn **weitgehend unverändert geblieben**:

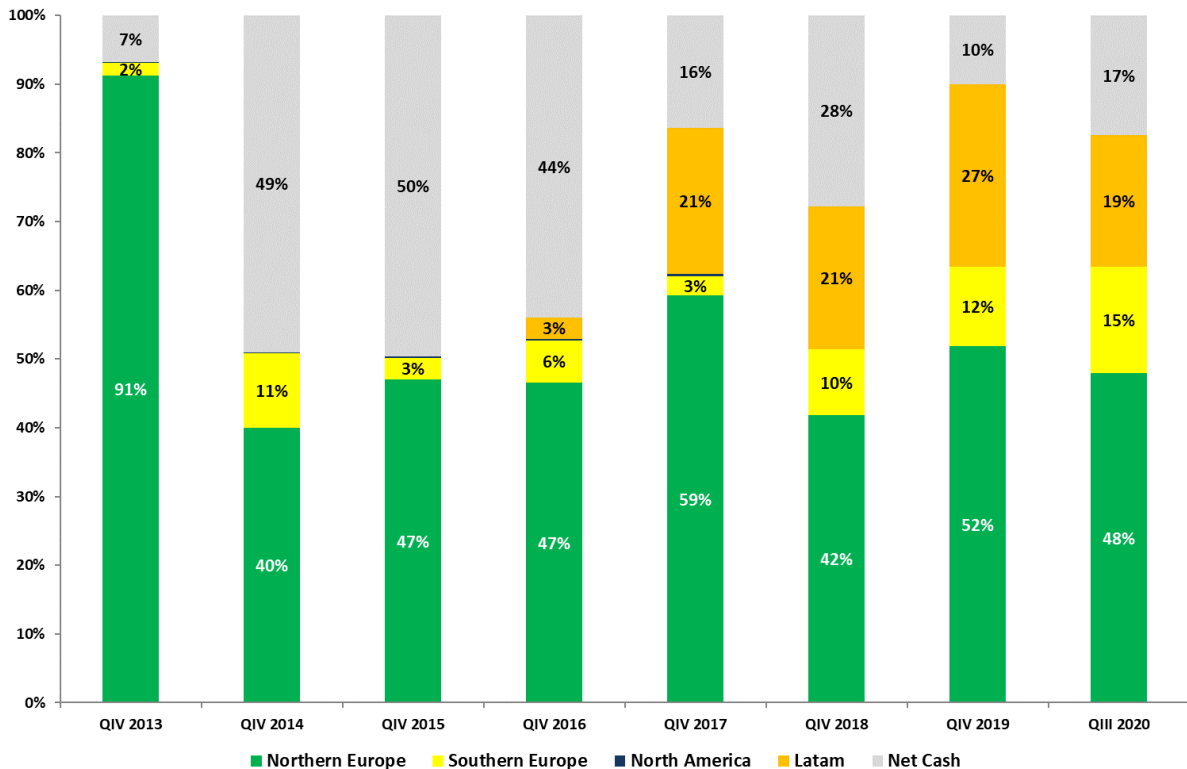
- Unsere **strategischen Beteiligungen** Genomma Lab und ids machen **ca. 52% des Fondsvermögens** aus ggü. 61% in Q IV 2019.
- Die **fünf größten Positionen** dahinter machen ca. 30% des Fondsvermögens aus ggü. 24 % in Q IV 2019.
- Wir haben uns vom „**tail-end**“ – Kleinst-Beteiligungen mit einem sehr geringen Anteil am Portfolio – getrennt. Daher haben wir **nur noch eine Position unterhalb der Top 5**.

## 3. Portfolio-Zusammensetzung nach Region

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

# FORUM

## European Smallcaps GmbH



Die wesentlichen Entwicklungen seit Jahresbeginn waren:

- Der Anteil unserer **Kern-Region Nord-Europa** ist von **52% auf 48%** gesunken.
- Der **Anteil von Lateinamerika** ist von 27% auf 19% gesunken, es handelt sich hier allein um die Position **Genomma Lab**. Der Aktienkurs hat sich positiv entwickelt, wir haben aber weiter Aktien verkauft, um das politische Risiko zu verringern

### C. Entwicklung unserer Short-Investments

Am Ende von Q III 2020 hatten wir weiterhin **keine Short-Positionen**, wir hatten unsere letzten beiden Short-Positionen in QI 2020 geschlossen.

### D. Risikobericht

Wir möchten Sie auf die umfangreiche Diskussion der wesentlichen Risiken hinweisen, die im Jahresbericht 2019 zu finden ist. **Dort war eine Virus-Epidemie nicht aufgeführt – wie bei so vielen Risiken für Kapitalmärkte.**

## E. Ausblick

Das 3. Quartal 2020 war **ein gemischtes Quartal für FFO**:

- a) Der NAV ist um 1,9% gesunken. YTD liegen wir damit bei einer Kursentwicklung von -4,8%. Positiv: wir waren besser als unsere Benchmark **mit einer Outperformance gegenüber dem MSCI Europe um knapp 10%-Punkte**.
- b) Gleichzeitig mussten wir **beide Intrinsischen Werte leicht verringern**. Kumuliert liegt der N-EPV damit um ca. 10% unter dem Wert zu Jahresbeginn und der IV-T um ca. 8% darunter. Ziel bleibt unverändert eine stetige Steigerung dieser langfristig relevanten Bewertungen.

Der Fonds hat immer noch eine „**Margin of Safety**“. Damit sind wir optimistisch, daß wir bis zum Jahresende entweder in einem negativen Gesamt-Markt stabiler abschneiden oder sich in einem positiven Gesamt-Markt der Discount des NAV zum IV-T abbaut und die rote Kurve in Abb. 1 sich der dunkelblauen Kurve nähert.

Mit freundlichen Grüßen



Burkhard Wittek

## Anhang: Glossar

**Execution-Unternehmen:** Ein Unternehmen, das 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, das 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, das als Mittelwert des Industriezyklus betrachtet wird.

Wir kapitalisieren dann diese Kapitalflusskennzahl - wir nennen sie " **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.