

# Memorandum

An : Forum Interessenten  
Von : BW  
Datum : 17. Februar 2021  
Betreff : FES Chief Investment Officer Jahresbericht 2020\_V\_2.2

---

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

Hauptsächlich dient er

- a) unseren **Mitarbeitern** als Feedback, wie gut wir gearbeitet haben – langfristige Investment-Ergebnisse ist der einzige Masstab unseres Erfolgs
- b) den **Unternehmen**, die sich Zeit für Treffen mit uns 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.

Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum **1. Januar 2020 bis 31. Dezember 2020.**

Die Berechnungen beziehen sich auf **den Teil des Vermögens des Family Office, das in börsennotierten Wertpapieren investiert ist.** Als Cash nehmen wir den gesamten Cash des Family Office – insofern ist die Höhe des Cash nicht Ausdruck einer strategischen Cash Allokation, sondern durch die gesamten Investitions-Aktivitäten des Family Office geprägt, z.B. Käufe oder Ausschüttungen im Bereich Private Equity.

Der Wertzuwachs bezieht sich auf das Vermögen in börsennotierten Wertpapieren plus dem gesamten Cash des Family Office. Berechnet wird er als Wertzuwachs – realisiert und nicht realisiert – des Vermögens in Wertpapieren.

Der „**Preis pro Anteil**“ ist eine rechnerische Größe, da das Vermögen des Family Office nicht in „Anteile“ gestückelt ist. Wir haben dafür bei Beginn unseres Reportings am 1.1.2008 **die rechnerische Zahl Anteile definiert, bei der der Wert pro Anteil bei € 100,- lag** und diesen

# FORUM

European Smallcaps GmbH

Wert fortgeschrieben. Dabei wurden nur Werterhöhungen/-minderungen des in Wertpapiere investierten Vermögens angesetzt – nicht Veränderungen des Cash.

## A. Überblick – FES Ergebnisse 2020

### 1. Ergebnisse zu Marktwerten

Am 31.12.2020 lag der Nettoinventarwert (“NAV”) unseres Fonds bei € 165,45. Verglichen mit dem NAV von € 155,88 Ende letzten Jahres entspricht dies einer Steigerung um 6,1%.

Unser Vergleichs-Index **MSCI Europe IMI** hat dagegen 2,3% verloren. Insofern haben wir eine Outperformance von ca. 8,7% erzielt.

Performance (QI 2008 = 100), p.a.	FES	OMSCI Europe IMI Performance	Over/(Under) Performance vs.
	Percent	Percent	Percent
2008	-41.4%	-44.4%	5.5%
2009	115.1%	33.8%	60.7%
2010	24.8%	12.9%	10.5%
2011	-24.9%	-9.1%	-17.3%
2012	12.6%	18.3%	-4.8%
2013	73.7%	21.2%	43.3%
2014	-14.6%	6.8%	-20.0%
2015	-20.1%	9.9%	-27.3%
2016	-4.4%	2.4%	-6.6%
2017	14.2%	11.3%	2.6%
2018	-25.1%	-11.3%	-15.6%
2019	20.7%	26.7%	-4.8%
2020	6.1%	-2.3%	8.7%
<b>IRR QI 2008 - YTD</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.7%</b>	<b>0.2%</b>
<b>Cumulative Gain since Inception</b>	<b>65.4%</b>	<b>60.8%</b>	<b>2.8%</b>

Wir haben in 2020 unseren Vergleichs-Index vom gängigen MSCI Europe IMI als **Preis-Index** zum davon abgeleiteten MSCI Europe IMI als Performance-Index gewechselt: dieser abgeleitete Index unterstellt, dass Dividenden wieder reinvestiert werden, er ist damit besser mit unserem

# FORUM

European Smallcaps GmbH

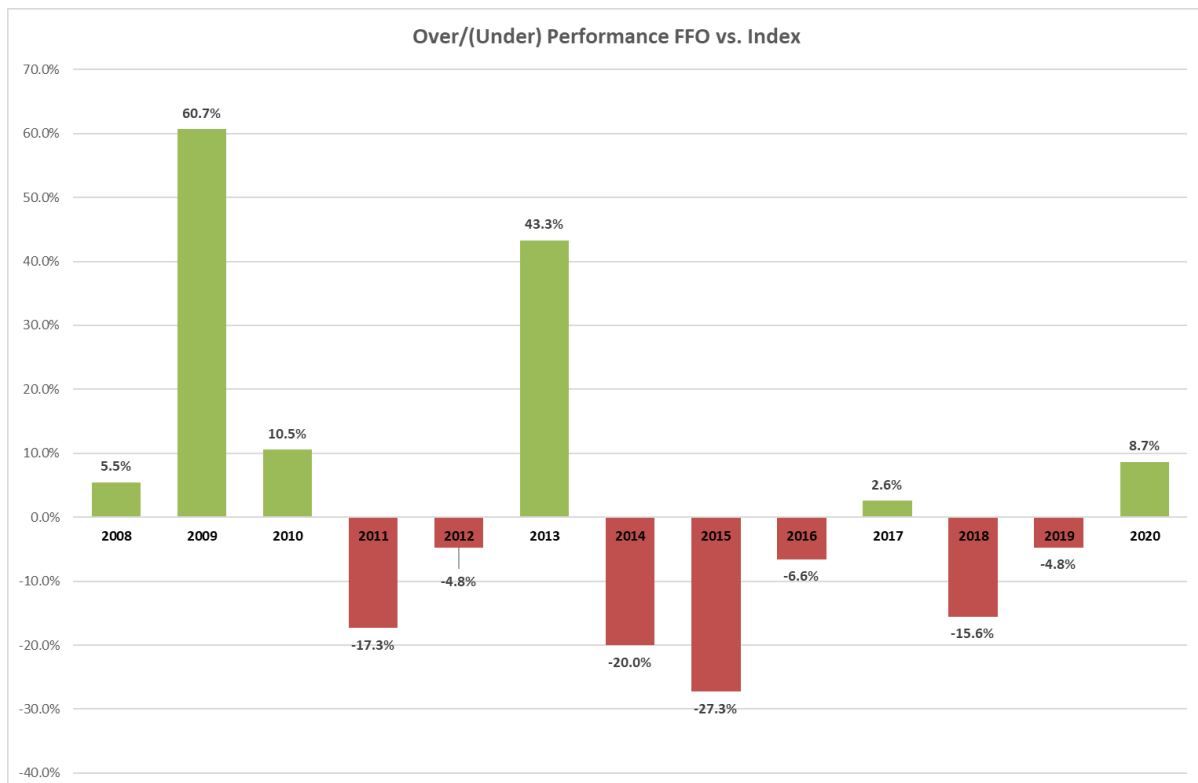
Fonds vergleichbar, der thesauriert. Wir haben alle historischen Werten auf Basis dieses Vergleichsmaßstabs neu berechnet.

Der Zusatz IMI („Investable Market Index“) bezeichnet die Index-Variante, die auch kleinere Unternehmen einschließt. Demgegenüber umfasst der reine MSCI Europe Index nur große und mittlere Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als ca. € 2,3 Mrd. Die IMI-Variante – die wir immer als Bezug genommen haben - war und ist somit repräsentativer für das Investment-Universum des FFOVF.

Seit Messung unserer Ergebnisse am 1.1.2008 haben wir demnach eine **Rendite von 3,9% p.a.** erzielt. Wenn Sie das Geld in den o.a. Vergleichs-Index investiert hätten, wäre die Rendite 3,7% p.a. gewesen.

Über die 13 Jahre seit Auflegung des Fonds **haben wir das investierte Kapital unserer Anleger um 65,4% vermehrt**: eine Anlage im Vergleichs-Index hätte einen Wertzuwachs um 60,8% erzielt.

Die beiden folgenden Charts zeigen, dass die Wertentwicklung unseres Fonds relativ zum Index **sehr ungleichmäßig ist**: sie reicht von den besagten +61% in 2009 und 43% in 2013 bis zu einer Unter-Performance von 27% in 2015 – gefolgt von einem weiteren Jahr mit einer kleinen Unter-Performance.



Die beiden Haupt-Gründe für diese „geklumpte“ Wertentwicklung ergeben sich aus unserer Investitions-Philosophie:

# FORUM

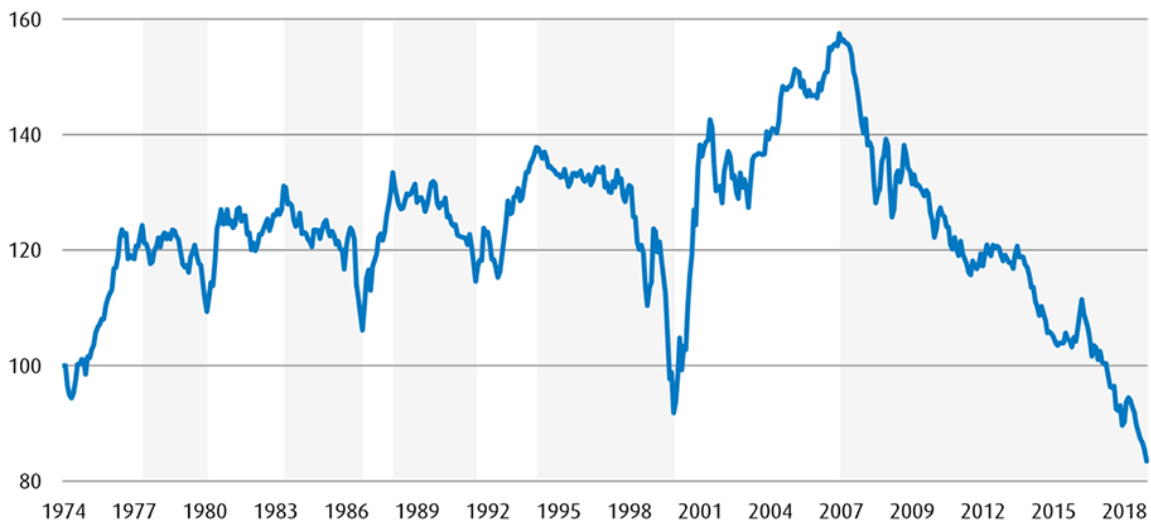
European Smallcaps GmbH

- a) Wir haben ein **hochgradig konzentriertes Portfolio** mit typischerweise nur 10 – 12 Werten. Davon machen die Top 3 oft 50% und mehr des Fondsvermögens aus. Daher ist die **Volatilität der Kursentwicklung des Fonds – d.h. die Schwankungs-Intensität – höher als bei einem Index bzw. Index-Fonds.**
- b) Wir folgen dem „**Value-Stil**“ als Investment-Stil. Daraus **folgen zwei Muster zur Wertentwicklung:**
- in **Phasen, in denen der Markt haussiert**, hinkt Value Investing typischerweise dem Markt hinterher – der Kursanstieg wird meistens von Wachstumsaktien getrieben.
  - es scheint **lange Zyklen zu geben, in denen der Value-Stil entweder den Markt schlägt oder hinterherhinkt**. Die folgende Tabelle zeigt die Wertentwicklung von Value relativ zum „Wachstums“-Investmentstil: Seit 2007 hat Value Investing deutlich schlechter abgeschnitten als der Gesamtmarkt und insbesondere der Wachstums-Stil.

## MSCI World Value vs. MSCI World Growth

MSCI World Value vs. MSCI World Growth, Indexed to 100

■ = Growth outperformance periods

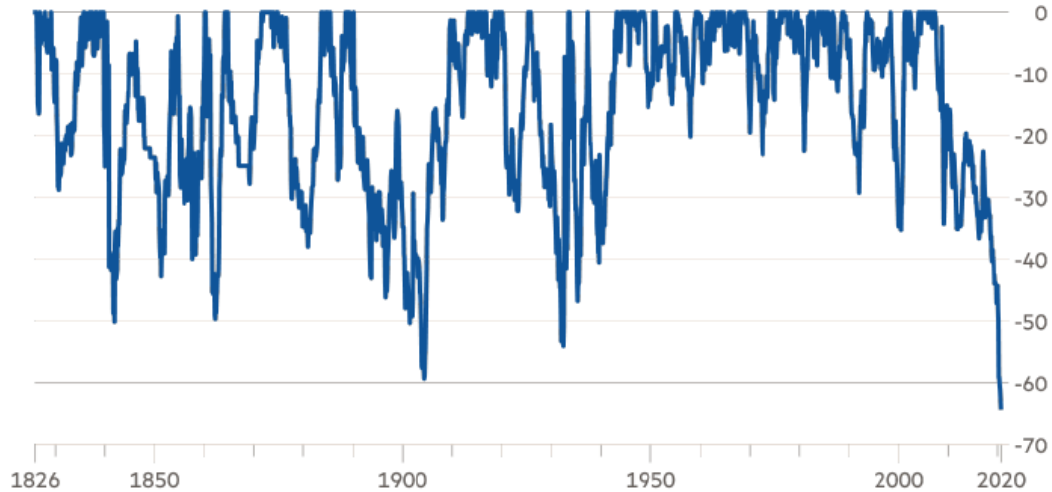


Source: BMO Global Asset Management and Morningstar Direct. <sup>1</sup>Analysis starts on 12/31/1974, which is the inception date of the MSCI World Value and MSCI World Growth indices. Represents the cumulative difference between the MSCI World Value Index (price return) and the MSCI World Growth Index (price return). Investments cannot be made in an index.

**Die relative Bewertung von Value relativ zu Wachstum ist so niedrig wie noch nie seit Beginn der Messung – beim folgenden Chart ca. 200 Jahre.** In der Tat haben im letzten Jahr viele Fonds mit Fokus auf Value Investing geschlossen, nachdem sie mehrere Jahre hinter Ihren Vergleichs-Indices zurückgeblieben sind.

## Two centuries of value drawdowns

Cumulative loss of value factor since most recent peak (%)



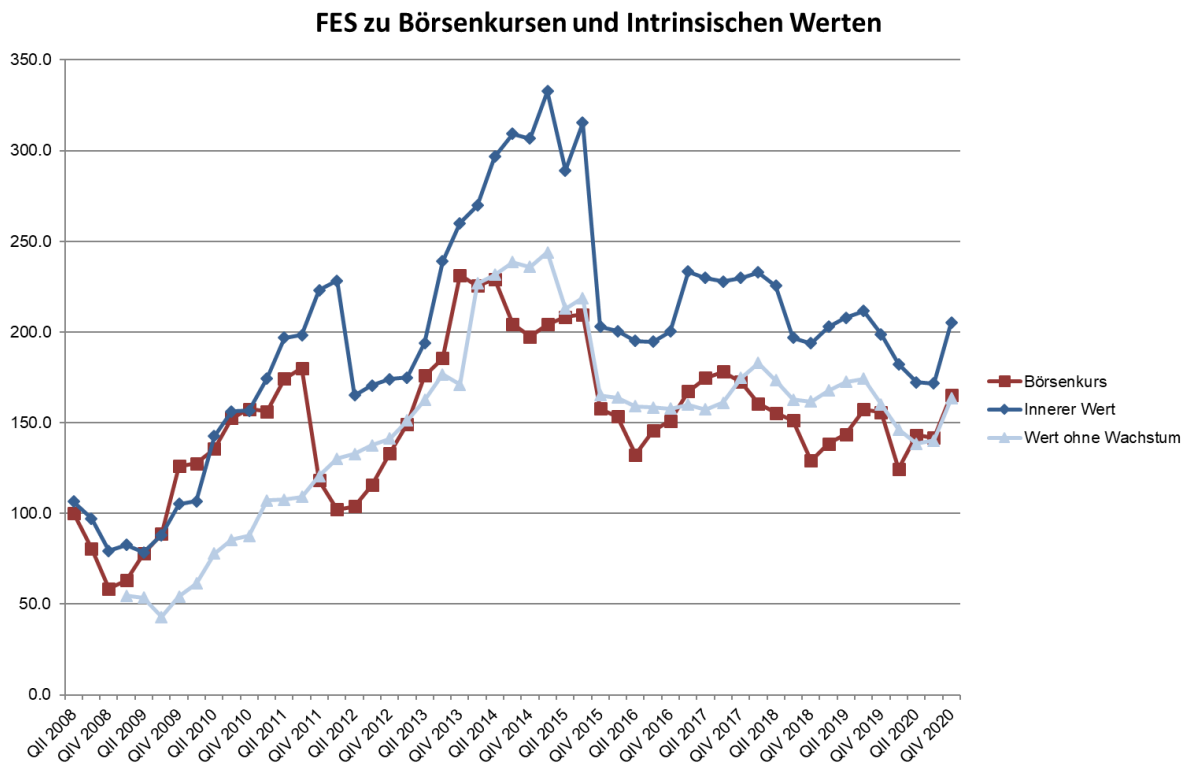
\* Value factor is derived from going long cheap stocks and short expensive ones.

Source: Two Centuries Investments

© FT

## 2. Ergebnisse zu Intrinsischen Werten

Die folgenden Kapitel beleuchten das Zusammenspiel von NAV mit den Intrinsischen Werten:



## 2.1. Net Earnings Power Value (N-EPV)

Die **hellblaue Kurve** stellt den N-EPV dar. Der N-EPV misst den Ertragswert eines Geschäfts **im statischen Zustand – ohne Wachstum**. Wir errechnen ihn wie folgt:

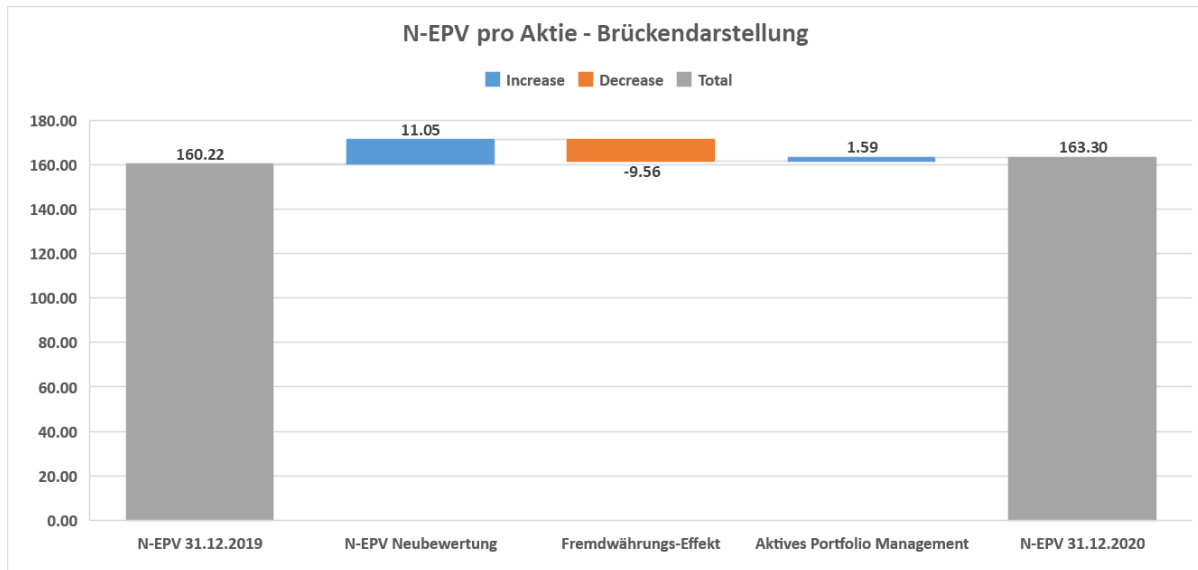
- a) Wir simulieren, **wieviele freie Finanzmittel („Cash Flows“)** das Geschäft generiert, **wenn wir nichts in Wachstum reinvestieren müssten** – daher „statischer Zustand“ oder „ex-Wachstum“.

Wir bezeichnen diesen Cash Flow als **“Owner Earnings”** – also die Ertragskraft, die ohne Beeinträchtigung der Geschäfts-Substanz an die Eigentümer ausgeschüttet werden kann. Der Begriff wurde von Warren Buffett eingeführt.

- b) Diese **freien Finanzmittel kapitalisieren wir** mit einem Faktor, der auf das Risiko des Geschäftes abstellt – kleine Geschäfte mit niedriger Kundenbindung und instabilen internen Prozessen mit einem niedrigeren Faktor, größere Geschäfte mit hoher Kundenbindung und stabileren internen Prozessen mit einem höheren Faktor.
- c) In Restrukturierungs-Situationen nehmen wir die **„normalisierte“ Ertragskraft nach Abschluss der Restrukturierung** als Bewertungsbasis und **diskontieren diesen Wert** über die Zahl Jahre, bis dieses Niveau wahrscheinlich erreicht wird.

Insofern ist der **N-EPV eine sehr konservative Bewertung** – er macht keine Annahmen über das zukünftige Wachstum, das immer mit Unsicherheit verbunden ist.

In 2020 stieg der Net Earnings Power Value ("N-EPV") leicht von € 160,22 auf € 163,30 d.h., um ca. 2%. Die Veränderungen sind im nachfolgenden Brücken-Chart dargestellt:



Der leichte Anstieg ist das Ergebnis der folgenden Faktoren:

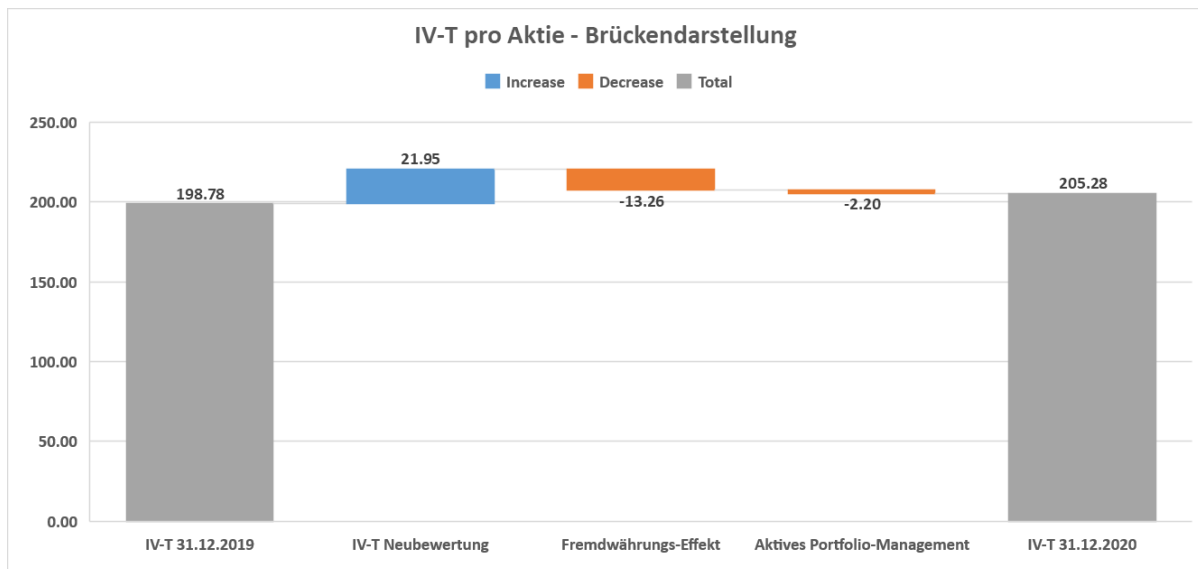
- a) Wir haben den **N-EPV pro Aktie für drei Beteiligungen hochgeschrieben und für eine wertberichtigt**, um der Weiterentwicklung der Gesellschaften (und z.T. einem tieferen Geschäftsverständnis) Rechnung zu tragen. Der Saldo ist ein positiver Beitrag von € 11,05 pro Anteilsschein bzw. **ca. 7% des anfänglichen N-EPV**, gemessen an der Portfolio-Zusammensetzung am 1.1.2020.
- b) **Währungsverluste** hatten einen negativen Beitrag von ca. € 9,56 bzw. **ca. 6% des anfänglichen N-EPV**. Sie resultieren in erster Linie aus der (stetigen) Abwertung des mexikanischen Pesos. Wir haben inzwischen einen Hedge für diese Position eingegangen, die Kosten sind ca. 6% p.a.
- c) **Aktives Portfolio-Management** hatte einen positiven Wert-Beitrag von € 1,59 pro Anteilsschein bzw. 1% des anfänglichen N-EPV. Diese Entwicklung beruht im wesentlichen auf den folgenden Faktoren:
  - Anfang des Jahres haben wir unsere Positionen in GHSF und Qliro geschlossen
  - Im Laufe des Jahres haben wir in SAP und Bayer investiert. Speziell der Einstiegskurs bei Bayer lag unter dem berechneten N-EPV. Dies hat sofort zu einer Steigerung des N-EPV geführt.

Unser Ziel ist bekanntlich, den Intrinsischen Wert des Portfolios jährlich um 10 – 15% zu erhöhen. Mit einem Anstieg des N-EPV um 2% **haben wir in 2020 unser Ziel verfehlt**.

## 2.2. Total Intrinsic Value (IV-T)

Die **dunkelblaue Linie** zeigt den Wert des Portfolios gemessen am IV-T – das ist der Intrinsic Value **inklusive des Wertbeitrags von Wachstum** (das „T“ steht für „Total“). 2020 stieg der IV-T von € 198,78 auf € 205,28 pro Anteilsschein, d.h., um ca. 3%.

Der folgende Brücken-Chart zeigt die **Wertbeiträge der verschiedenen Treiber des IV-T**:



Der IV-T bei konstantem Portfolio-Mix und konstanten Wechselkursen **ist um € 21,95 bzw. 11% gestiegen** (2019: plus 21%). Dahinter stehen die gleichen drei Hochschreibungen bzw. eine Wertberichtigung wie beim N-EPV. Der €-Effekt ist hier positiver, weil wir bei zwei der Werte den IV-T durch unterjährige Anpassung der Wachstumserwartung den IV-T mehr als verdoppeln konnten ggü. Q4 2019. Insofern ist die Erhöhung des IV-T höher als des N-EPV.

Im meinem Brief an Investoren Ende 2018 hatte ich angekündigt, dass wir unseren Investitions-Fokus **von Restrukturierungs-Fällen und Spezial-Situationen auf Unternehmen mit nachhaltigem Wachstum verschieben würden** – auch wenn wir dafür etwas mehr zahlen. In 2019 haben wir dafür den Grundstein gelegt, und in 2020 die ersten Früchte dieser veränderten Schwerpunktsetzung geerntet.

**Wechselkursveränderungen** hatten einen negativen Beitrag von € 13,26 bzw. ca. 7% des IV-T, auch hier war dies v.a. der mexikanische Peso.

Der Wertbeitrag des **Portfolio-Managements** betrug € -2,20 (2019: € 42,63) bzw. 1% des IV-T.

## 2.3. Zusammenschau

Die beste Darstellung, wo FES steht, ist immer noch der erste Chart in Kapitel 2 mit den drei Kurven, die die Entwicklung des Fonds nach unterschiedlichen Perspektiven darstellen:



# FORUM

**European Smallcaps GmbH**

- a) 2020 ist der „**fundamentale**“ oder „**Intrinsische Wert**“ unseres **Beteiligungs-Portfolios leicht gestiegen**: der N-EPV um 2%, der IV-T um 3%. Wenn wir ein Private-Equity-Fonds wären, hätten wir die Anteilsbewertung wahrscheinlich irgendwo dazwischen angesetzt.
- b) Die Börsenkurse unserer Beteiligungen sind in 2020 um angestiegen, der **Marktwert des Portfolios ist um ca. 6,3% gestiegen**.
- c) Nach dem Anstieg in 2020 **liegt der Marktwert unseres Portfolios in etwa auf dem Niveau des N-EPV, d.h., der preist das Wachstum unseres Portfolios (noch) nicht ein**. Insofern halten wir diesen Anstieg der Kurse unserer Beteiligungen **für nachhaltig**.

## **B. Portfolio Strategie**

### **1. „Long Book“ - Portfolio-Entwicklung nach Anlage-Klasse**

#### **1.1. Überblick**

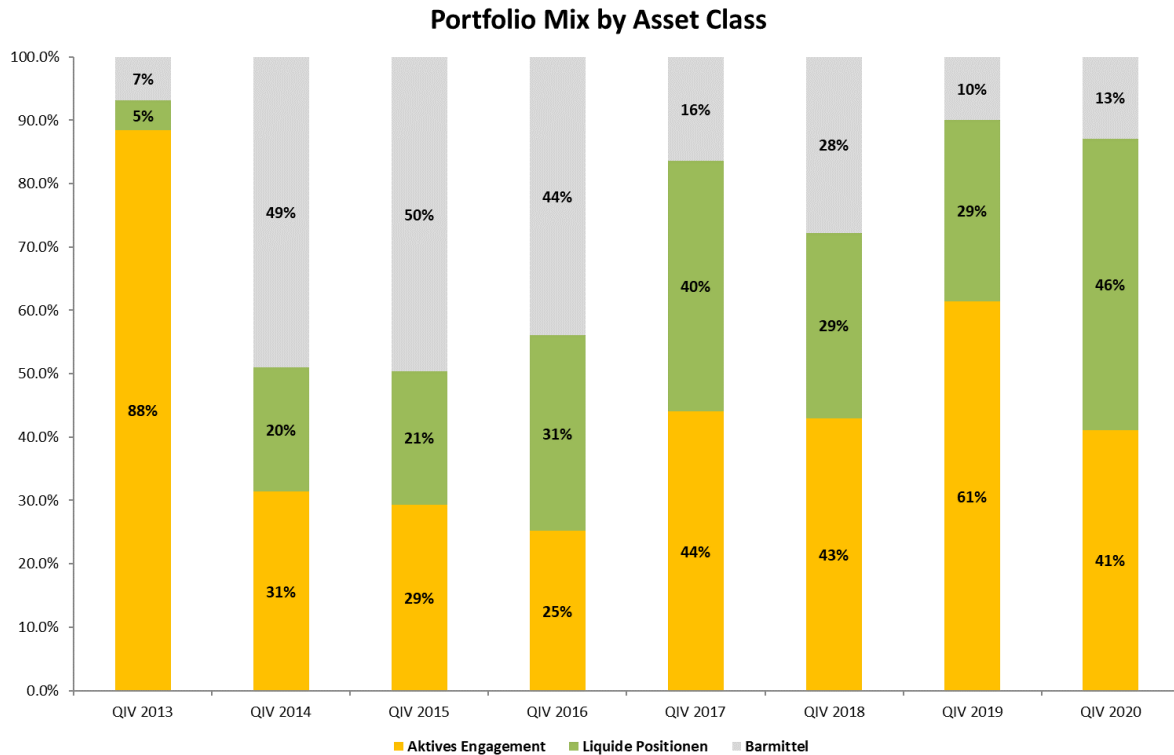
Unser Portfolio war **bislang in drei Anlageklassen gegliedert**:

- a) **Aktives Engagement** – das sind Beteiligungen, bei denen wir einer der größeren Investoren einer Gesellschaft sind und über einen Sitz im Aufsichts-/Verwaltungsrat versuchen, Veränderungen zu bewirken. D.h., wir sind **aktiver Eigentümer**, aber anders als die großen aktivistischen Fonds wie Cevian oder **Elliott arbeiten wir konstruktiv hinter den Kulissen mit unseren Beteiligungen zusammen**, ohne über PR von außen Druck auf das Management auszuüben („Marktplatz-Aktivismus“).

In diese Kategorie fallen unsere Beteiligungen an der **englischen Ids Immunodiagnostic Systems Holdings** und der **mexikanischen GenommaLab**.

- b) **Liquide Positionen** – das sind Positionen, die wir in relativ kurzer Zeit eingehen und abbauen können. Normalerweise haben wir 8 – 10 solcher Positionen.
- c) **Barmittel und Barmittel-ähnliche Vermögenswerte** – das sind z.B. Anleihen mit sehr kurzen Restlaufzeiten.

Der folgende Chart zeigt die Zusammensetzung unseres Portfolios nach diesen Anlageklassen im Zeitablauf:



## 1.2. Anlageklasse „Aktives Engagement“

Wir haben uns entschieden, die Anlageklasse „Aktives Engagement“ nicht weiterzuführen und haben die beiden Positionen daher im Laufe des Jahres deutlich abgebaut:

- a) **Unsere Ergebnisse nach ca. 15 Jahren Erfahrung als Family Office sind gemischt:** einem Investment mit Super-Return (Pulsion) stehen zwei weitere mit negativer Entwicklung gegenüber. Per Saldo ergibt sich daraus immer noch **eine sehr positive Rendite**, aber sie basiert auf  $n = 1$ .
- b) Die **Wertentwicklung der aktivistischen Fonds** in Europa ist nicht überzeugend: Die uns bekannten größeren aktivistischen Fonds Cevian, Elliott und Veraison haben alle in den letzten Jahren Rückschläge hinnehmen müssen:
  - **Cevian** veröffentlicht keine Wertentwicklungen seiner Fonds, da es sich um geschlossene Fonds handelt. Aus externer Sicht erscheinen die bekannten Engagements, z.B. **thyssenkrupp** oder **Bilfinger**, als **Dauer-Sanierungsfälle**.
  - **Elliott** hat von 2018 – 2020 eine durchschnittliche Rendite von 7,1% erzielt und damit den Index deutlich verfehlt.
  - **Veraison** hat in den letzten 3 Jahren eine Rendite von 2,1% p.a. erzielt, ebenfalls weit unter der Entwicklung des (Schweizer) Vergleichs-Index. Die Investments in **Aryzta** und **Rieter** brachten nicht den gewünschten Erfolg.

# FORUM

**European Smallcaps GmbH**

- Einzig **AOC** stellt eine Ausnahme unter den aktivistischen Fonds dar: Zwischen 2016 und 2019 wurde mit einer jährlichen Rendite von 28,1% eine signifikante Über-Performance erzielt. Dieser Track Record ist zu kurz für eine abschließende Beurteilung.
- c) Generell **halte ich dieses Geschäft für sehr schwer**, denn i.d.R. sind die Geschäfte und Unternehmenskulturen der Unternehmen, bei denen man sich engagieren will, eher schwach. Und da gilt das Zitat von Warren Buffett: *„if a bad business meets a good manager, it tends to be the business which keeps its reputation.“*

Im Folgenden werden wir diese Kategorie daher nicht mehr separat besprechen. Die verbleibenden 41% des Fondsvermögens in dieser Kategorie – sie entfallen auf die beiden oben genannten Beteiligungen - werden wir wie liquide „Franchise-Geschäfte“ führen.

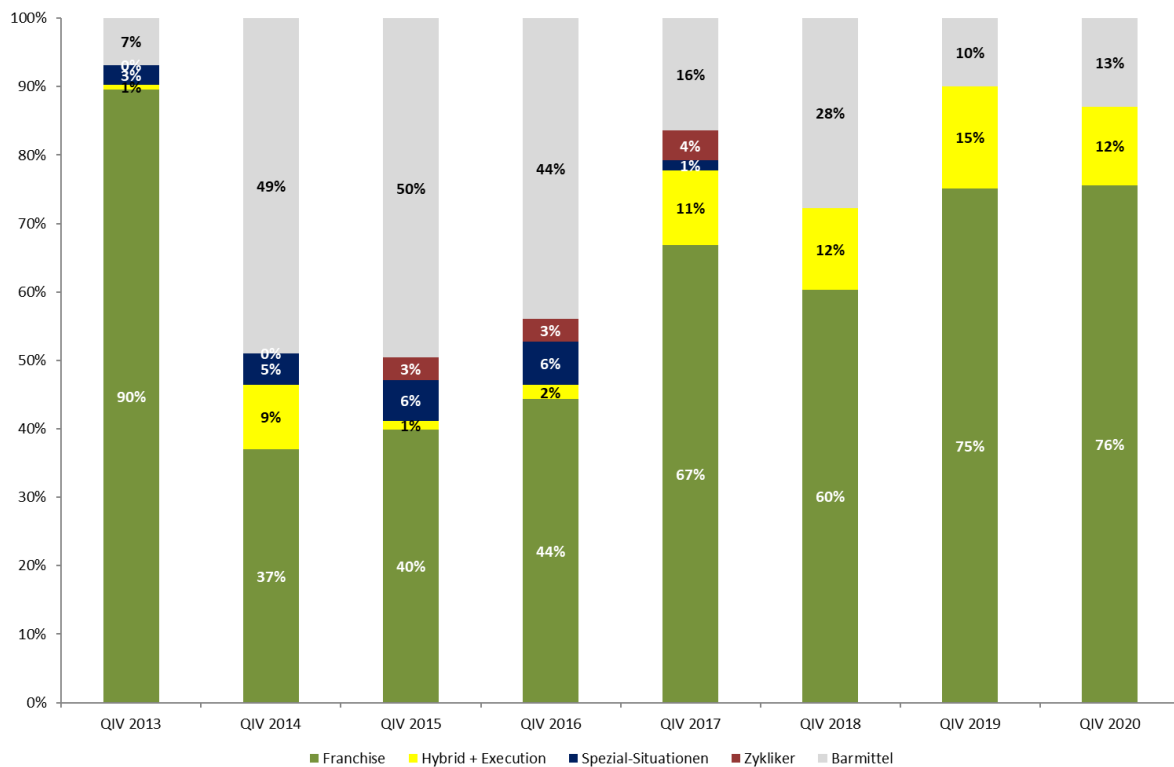
## **1.3. Barmittel**

**Ende 2020** lag unsere Netto Cash-Position – d.h. die Barmittel nach Eindeckung der Short-Positionen **und Jahresendbuchungen - bei 13% (31.12.2019: 10%)**. Dies entspricht unserem Ziel-Korridor einer **Barmittel-Quote von 10 – 15%**.

## **1.4. Portfolio-Entwicklung nach Geschäfts-Qualität**

### **1.4.1. Überblick**

In unserer Investment Philosophie ist die **Qualität des Geschäfts** die wichtigste Bestimmungsgröße für Risiko und Ertrag bei Aktien-Investments. Im folgenden Kapitel diskutieren wir daher die Entwicklung unseres Portfolios unter dieser Perspektive. Die folgende Graphik gibt einen Überblick über die Zusammensetzung des Fonds nach unterschiedlichen Qualitäts-Stufen im Zeitablauf:



### 1.4.2. Franchise-Geschäfte

Diese Geschäfte haben die höchste Geschäfts-Qualität – sie kombinieren i.d.R. **hohe Kundenbindung mit hohem Wettbewerbsvorteil**. Historisch waren diese Geschäfte immer der Kern von FORUM mit einem **Portfolio-Anteil von 40 – 60%**.

Ende 2020 lag die Gewichtung der Franchise-Geschäfte am Portfolio bei 76%

Ende 2020 umfasst unser Portfolio **die folgenden fünf Franchise-Geschäfte:**

- a) EDP-R
- b) Bayer
- c) SAP
- d) Genomma Lab
- e) Immunodiagnostics Systems

Die **Wertentwicklung der Franchise-Geschäfte in 2020 lag bei ca. -8%**, hauptsächlich aufgrund der Kursverluste von Genomma Lab und Immunodiagnostics Systems

## 1.4.3. Hybride und Execution-Geschäfte

Dies sind **Geschäfte mit mittlerer oder niedrigerer Qualität**. Sie haben Ihre Ertragskraft weitgehend unter Kontrolle – anders als Geschäfte der Kategorie Commodities/Zykliker in der nächsten Gruppe.

Die Industrien in dieser Gruppe reichen von Formteilen bis zu Modeschmuck. In diesen Geschäften ist die Qualität des Managements entscheidend, und wir verbringen viel Zeit damit, uns davon einen Eindruck zu bilden.

Ende 2020 hatten wir **4 (31.12.2019: 4) Unternehmen in dieser Gruppe, ihr Anteil am Portfolio lag bei 12% (31.12.2019: 15%)**.

Die beiden größten Positionen sind **Smiths News (ehemals Connect Group)** und **Semperit**.

Bei **Smiths News** ging die Restrukturierung – insbesondere der Rückzug aus einer fehlgeschlagenen Diversifikation - gut voran, Ende 2020 hat sich die Gesellschaft auf ihr Kern-Geschäft der Distribution von Druckerzeugnissen (Zeitungen und Zeitschriften) an ca. 24.000 Verkaufsstellen in Großbritannien konzentriert. Gleichwohl **sank der Aktienkurs von 36,5p auf 29,5p**.

Bei diesem Börsenkurs beträgt die **Marktkapitalisierung ca. GBP 72 Mio**. Dem steht ein Free Cash Flow nach Zinsen, Steuern und Abbau des Umlaufvermögens von ca. **GBP 18 Mio**. gegenüber, das entspricht einem „**FCF to Equity**“ von ca. **25% p.a.** Das heißt für uns:

- a) Wenn die **Bewertung des Geschäfts auf Basis des Unternehmenswertes gleichbleibt**, würde durch den Abbau der Verschuldung der **rechnerische Wert des Eigenkapitals – d.h., die Marktkapitalisierung bzw. der Kurs - jährlich um ca. 25% steigen**.
- b) Wenn durch diese Entschuldung **der Unternehmenswert steigt**, weil das Unternehmen weniger finanzielles Risiko aufweist, **wäre der Kursanstieg höher**.
- c) Wir rechnen in den nächsten 3 Jahren mit einem **Anstieg des Intrinsischen Werts um 25-30% p.a.** Die Aktienkursentwicklung sollte dem folgen.

Bei **Semperit** ging die Restrukturierung ebenfalls planmäßig voran, das Geschäft mit **Schläuchen und Formteilen für die Industrie** erreichte Ende 2020 wieder fast die historischen Ertrags-Niveaus. Mit der Sparte Sempermed – OP-Handschuhe – ist Semperit ein Gewinner der Covid-19-Pandemie. Das Geschäft sollte schon vorher abgestoßen werden, diese Entscheidung steht weiter, natürlich hoffen wir jetzt auf einen höheren Erlös.

In 2020 **stieg der Börsenkurs von € 11,14 auf € 24,30, d.h., um 120%**. Semperit war damit die Aktie mit der besten Kursentwicklung im österreichischen Index für mittelgroße Werte.

**Die weiteren Positionen** in dieser Gruppe sind **Pandora und Berkshire Hathaway**.

In 2020 erhöhte sich der Wert unserer Beteiligungen in dieser Kategorie um **+27,6%**. Der Kurs-Anstieg ist hauptsächlich bedingt durch die positive Kursentwicklung bei Pandora und Semperit.

## 1.4.4. Special-Situationen und Zyklischer

In 2020 hatten wir **keine Investments** in diesen beiden Typen von Investment-Situationen.

## 1.4.5. Roll-Ups

In 2020 hatten wir **keine Investments** in diesen beiden Typen von Investment-Situationen.

## 2. Leerverkaufs-Portfolio

### 2.1. Überblick

Ende 2020 hatten wir keine offene Leerverkaufs-Position (31.12.2019: 2).

### 2.2. Ergebnisse

Wir haben die letzten beiden Short-Positionen im ersten Quartal 2020 geschlossen. Beide Positionen haben wir mit einem kleinen Gewinn geschlossen.

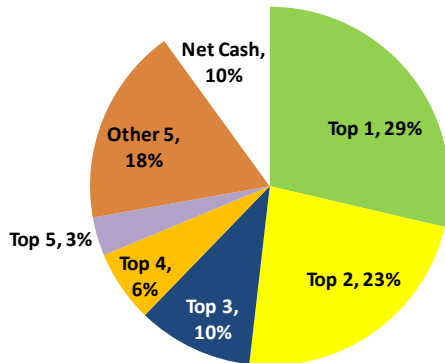
Daher haben auf Jahressicht unsere Short-Investments das **Fondsergebnis leicht um +0,2% erhöht.**

## 3. Weitere Aspekte des Portfolio-Mix

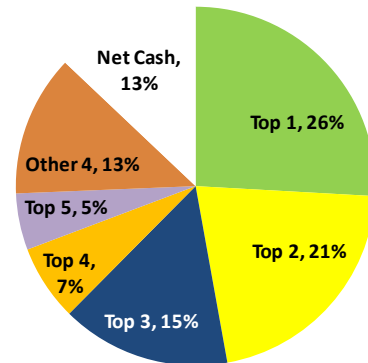
### 3.1. Portfolio-Konzentration

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Konzentrationsgrads unseres Portfolios:

Positionsgrößen Q IV 2019



Positionsgrößen Q IV 2020



Wie man sieht, hat 2020 die Konzentration unseres Portfolios abgenommen. Diese Entwicklung basiert auf den folgenden Entwicklungen:

- Teils handelt es sich um **“passives Re-Balancing”**, d.h., Reduzierung der Gewichtung durch Kursverluste bzw. Erhöhungen der Gewichtung durch Kurssteigerungen – z.B. EDP-R.
- Daneben haben wir insbesondere im 2. Quartal **bei zwei Bestands-Positionen Zukäufe zur Verbilligung unseres Einstandskurses** vorgenommen.

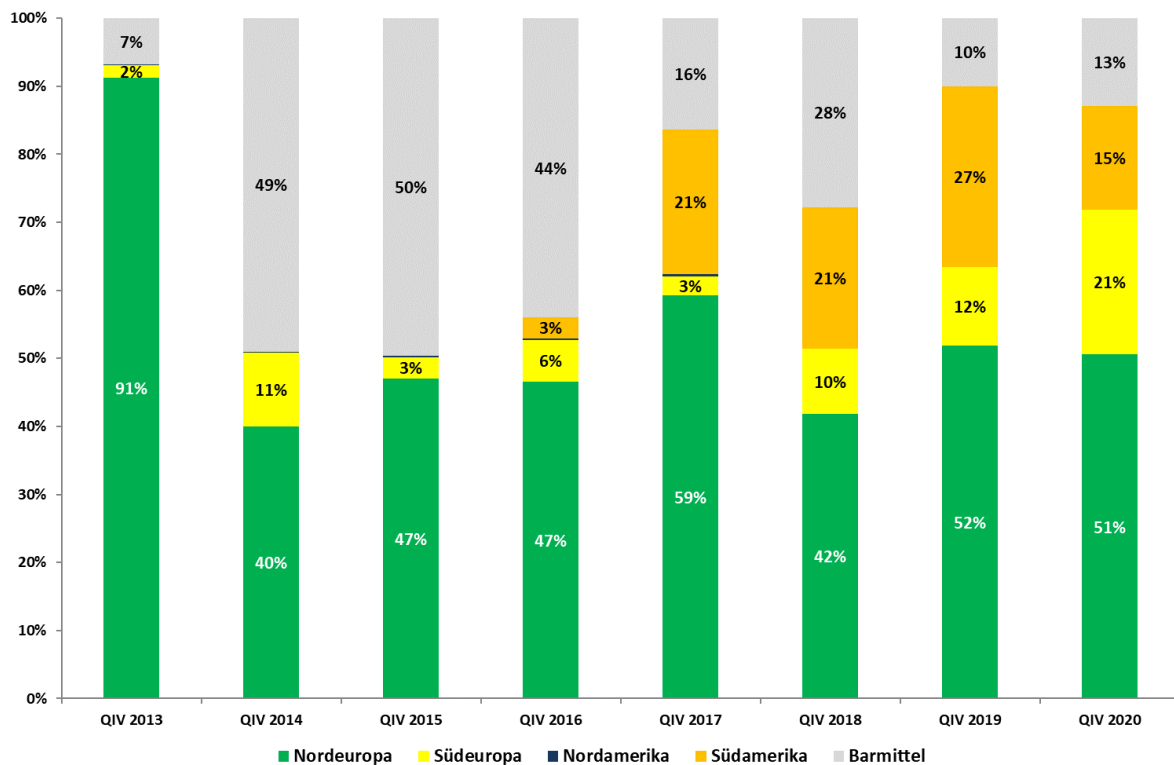
Die größte Position hat nunmehr einen Anteil von 26% am Portfolio, es ist die ids.

Die Zahl **Positionen mit einer Allokation von 10% oder mehr ist unverändert bei 3.**

Die Top 3 machen jetzt 62% des Portfolios aus (31.12.2019: 73%).

## 4. Regionales Portfolio Mix

Der folgende Graph zeigt die Entwicklung des Portfolios nach Regionen:



Damit hat sich die **Entwicklung der letzten Jahre fortgesetzt:**

- 51% des Fonds (31.12.2018: 52%) sind in **Nordeuropa** investiert.
- Der Anteil von Südeuropa ist von 12 auf 21% gestiegen.** Darin ist unverändert EDP-R als einziger Wert enthalten, der Anstieg der Portfoliogewichtung beruht allein auf dem Kursanstieg.
- Der Anteil von **Südamerika** hat sich von 27% auf 15% verringert. Dahinter steht der Verkauf einer Position und ein Kursverlust bei GenommaLab.

Dieser Mix entspricht unseren regionalen Präferenzen, wir kennen **Nordeuropa** am besten von allen Regionen. D.h., **hier sehen wir mehr Opportunitäten und machen weniger Fehler.** Wir gehen daher davon aus, daß der Anteil in den nächsten Quartalen weiter steigen wird.

## C. Risikoprofil des Fonds

### 1. Risiken aus dem Umfeld

Wir sehen **im Umfeld eine ganze Reihe von Risiken:**



# FORUM

European Smallcaps GmbH

- a) Die weiter angestiegene **Verschuldung im öffentlichen Sektor**: Daraus kann in einem Land oder einer Region plötzlich **eine Vertrauenskrise entstehen**, die zu Panik-Reaktionen an den Finanzmärkten führen kann.  
  
Dabei rangiert aus unserer Einschätzung **Süd-Europa ganz oben**, dies kann sich zu einer vollen €-Krise ausweiten – analog 2012, aber möglicherweise diesmal deutlich schwieriger.
- b) Das angestiegene **Niveau der Verschuldung im Unternehmens-Sektor**: Die Verschuldung von Unternehmen schlechter Bonität ist auf Rekord-Niveau, aber die Risiko-Aufschläge sind historisch niedrig.
- c) Das **Risiko steigender Zinsen**, v.a. durch wiederauflebende Inflation: Ein Zinsanstieg wäre vor dem Hintergrund der gestiegenen Verschuldung **eine Katastrophe**, er würde zu erheblichen Panik-Reaktionen und Kurskorrekturen für Aktien führen.
- d) Schließlich ist auch die **Corona-Pandemie medizinisch noch nicht ausgestanden**. Der Virus geht derzeit **in eine Phase multipler Mutationen**, und es ist völlig offen, ob alle Mutationen von den derzeitigen Impfstoffen erfasst werden. Möglich ist auch, dass der Virus endemisch wird, d.h., jedes Jahr wiederkehrt.

Weggefallen ist das Risiko einer wirtschaftlichen Krise mit massivem Wechselkurs-Verfall in Mexiko.

## 2. Unternehmens-Spezifische Risiken

In unserer Einschätzung sind die **Unternehmens-spezifischen Risiken relativ begrenzt**. Die größten Risiken sind aus unserer Sicht:

- a) **Semperit**: die Sparte Sempermed erlebt eine “Bonanza” ohnegleichen, da sich die Preise für chirurgische Handschuhe seit Ausbruch der Corona-Pandemie vervielfacht haben. Dieser Nachfrage-Boom wird aber nach Impfung eines großen Teils der Bevölkerung der westlichen Welt Ende 2021 einbrechen. Gleichzeitig werden auf der Angebots-Seite zahlreiche Kapazitätserweiterungen in Betrieb gehen. Wir erwarten daher, **dass das Spartenergebnis in 9 – 12 Monaten massiv einbrechen wird, wahrscheinlich unter das Vor-Corona-Niveau**.

**Insofern ist es kritisch, dass das Management diese Sparte so schnell wie möglich verkauft, an die Börse bringt, fusioniert oder in ein JV einbringt.**

- b) **Smiths News**: das Unternehmen lebt von Zeitungen und Zeitschriften, die in den letzten Jahren im Volumen um 5 – 8% p.a. und im Wert um 3 - 5 % p.a. rückläufig waren, die Differenz sind Preiserhöhungen. Es kann sein, dass die Corona-Pandemie den Rückgang beschleunigt, weil Konsumenten beschleunigt auf die Online-Versionen wechseln.

**Insofern ist es kritisch, dass das Unternehmen komplementäre Sortimente für sein Logistik-System aufbaut.** Dazu müssen aber wahrscheinlich vorher die beiden einzigen Anbieter fusionieren, um ein England-weites Logistik-System anbieten zu können.

## D. Analyse unserer Fehler in 2020

Wie immer kommen wir jetzt zu dem Teil des Jahresberichts, aus dem wir am meisten lernen: **der Analyse unserer Fehler**. Wir verstehen uns als **lernende Organisation** und verbringen daher viel Zeit damit, **unsere Fehler aufzuarbeiten, und daraus Konsequenzen für die Zukunft zu ziehen**. An diesem Lern-Prozess möchten wir Sie teilhaben lassen.

Nachfolgend haben wir unsere Fehler **in der bewährten Zweiteilung**

- a) **Errors of Commission** – Fehler aus Aktionen, die man **gemacht hat**.
- b) **Errors of Omission** – Fehler aus Aktionen, die man **NICHT gemacht hat**.

(Wir haben es nicht geschafft, eine Übersetzung für diese Begriffe zu finden, die den Reim übernimmt, insofern werden wir diese Anglizismen weiterverwenden.)

### 1. Errors of Commission

#### 1.1. Neuzugänge

2020 haben wir die folgenden neuen Unternehmen in unser Portfolio aufgenommen:

Unternehmen	% AUM 12/2020	Datum	Kursentw. Seitdem
a) Bayer	3%	ab 28.08.	-12%
b) SAP	5%	27.10.	+8%
<b>Summe</b>	<b>8%</b>		<b>positiv</b>

Die Entscheidung, in Bayer zu investieren, halten wir **weiterhin grundsätzlich für richtig – wir waren nur zu früh**. Gekauft haben wir als der Kurs auf € 55,- sank, leider sank der Kurs aber weiter bis auf ein Tief von € 39,91. Der Hauptgrund für den weiteren Rückgang war eine Gewinnwarnung im 3. Quartal 2020, die v.a. auf sinkenden Preisen für Sojabohnen und Mais beruhte, das sind die Hauptprodukte in der Sparte Landwirtschaft. Damit bauen Farmer weniger an.

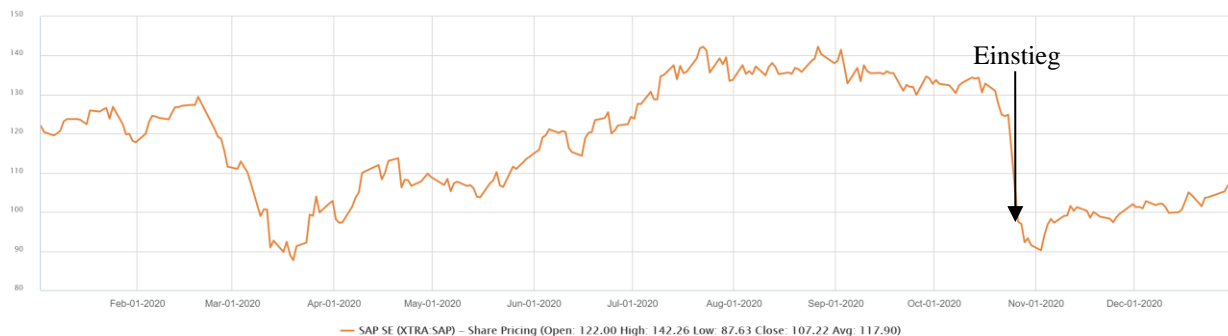
Das hätte man u.U. sehen können, wenn man zu dem Zeitpunkt nochmals **die Investitions-These mit Zahlen aktualisiert hätte**. Die **kognitive Verzerrung hinter dieser Unterlassung war offensichtlich „Confirmation Bias“** – wir hatten die Entscheidung für ein Investment de facto vorher getroffen, und haben danach **nur noch Informationen wahrgenommen, die diesen „Wunsch zu investieren“ bestätigt haben**.

Wo wir schon bei Benotungen sind – **hier gab es noch einen Folgefehler, den man** – anders als in der Schule – **ankreiden muss**: Nachdem wir zu teuer eingestiegen waren und der Kurs bis auf das Tief von € 39,91 weitersank, hätten wir zukaufen sollen, um den Einstand zu verbilligen. Denn bei diesen Kursen waren die aufgeführten Risiken definitiv voll eingepreist.



Warum haben wir das nicht gemacht? Vermutlich, weil wir darauf gewartet haben, dass die Kurse „noch billiger werden“ – **das ist ein Fehler, der sich durch 2020 durchzieht, s. weiter unten**. In Summe würden wir unser Bayer-Engagement mit Schulnote 4 bewerten.

Die **Aufnahme von SAP** ins Portfolio war auch aus heutiger Sicht grundsätzlich eine richtige Entscheidung. Auch hier war das Timing etwas verfrüht, der Kurs ging kurzfristig noch weiter runter. **Aber man kann nicht erwarten, dass man immer den Tiefpunkt erwischt**.



Insofern würden wir **keinen Fehler sehen, Schulnote 2**.

### 1.2. Aufstockungen bestehender Positionen

In 2020 haben wir keine bestehenden Positionen aufgestockt.

## 1.3. Verkäufe

Wir haben in 2020 die folgenden Verkäufe vorgenommen:

Unternehmen	% AUM zuletzt	Kurs Verkauf	Kurs 31.12.2020
a) Grupo Hotelero	3%	MXN 4,50	MXN 4,17
b) Qliro	1%	SEK 6,80	SEK 19,60
c) Terna Energy	1%	€ 7,80	€ 12,95

Diese Aktionen würde ich wie folgt bewerten:

- Grupo Hotelero:** dahinter stand die Entscheidung, sich aus Mexiko grundsätzlich zurückzuziehen. Der Erfolg erfolgte im Januar 2020, danach wurde das Unternehmen schrecklich durch Corona gebeutelt – das war aber nicht voraussehbar.
- Qliro:** Dieser Verkauf wurde nicht systematisch analysiert, **wir hatten einen Beschluss gefasst, die Position zu bereinigen, da sie zu Jahresanfang 2020 nur noch 1% der AUM ausmachte.** Verkauft haben wir diese Rest-Position ab dem 10. Juli.

Das Unternehmen befand sich zu diesem Zeitpunkt im Prozess der Bereinigung der Konglomerats-Struktur durch die Aufspaltung in drei eigenständige börsennotierte Gesellschaften, um den Wert jeder der drei Aktivitäten durch Peer-Group-Vergleich zu kristallisieren

Diese De-Konglomeratisierung hat hier einmal mehr funktioniert: **Ende 2020 waren die Aktien, die ein Aktionär danach hatte, fast das Dreifache unseres Verkaufserlöses wert.**

Unsere „Sum-of-the-Parts-Bewertung“ hatte **zwei Fehler:**

- Das Ergebnis war ein Wert von SEK 12, verkauft haben wir zu SEK 6,60 – **weil wir die Position „mental schon ausgebucht hatten“.**
- Nach der Aufspaltung wurden insbesondere die Randgeschäfte noch deutlich höher bewertet als von uns angesetzt – Grundlage war die aktuelle Bewertung vergleichbarer Unternehmen.

Die **kognitive Verzerrung** hier war wahrscheinlich – analog Bayer – **Confirmation Bias:** wir hatten die Entscheidung zum Verkauf mental schon getroffen, und haben danach Informationen, die zu einem anderen Ergebnis geführt hätten, ausgeblendet.

Damit geben wir uns hier **Schulnote 5** (bei 1% Portfolio-Anteil aber verschmerzbar).

# FORUM

European Smallcaps GmbH

- c) **Terna Energy:** Motiv war wohl eine Mischung aus reiner Panik – geht die Welt unter? – und einem Kalkül, diese Aktien günstiger zurückkaufen zu können, weil die Börsenkurse ja „weiter runtergehen müssen“. EDP-R habe ich ausgewählt, weil es die Aktie mit der höchsten Liquidität war.

Das Motiv, etwas zu verkaufen, um es billiger zurückzukaufen, unterstellt, dass man Börsenkurse vorhersagen kann. **Das kann aber niemand**, dafür gibt es seit Jahrzehnten eine erdrückende Evidenz. **Dieses Kalkül sollte daher NIEMALS Basis einer Kauf- oder Verkaufsentscheidung sein – nur die Intrinsischen Werte.**

Selbst wenn ich ein hohes Grad an Zuversicht gehabt hätte, dass „die Welt zusammenbricht“, **hätte ich EDP-R als letztes verkaufen dürfen, denn es ist das stabilste und sicherste Geschäft in unserem Portfolio.** Insofern wäre auch bei einer rationalen Strategie unserer investierten Quote **EDP-R der falsche Wert zum Verkaufen gewesen.**

Ich denke, dies war einer der Momente, in denen ich im Panik-Modus war und nicht klar gedacht habe. Das ist schlichtweg ein Fehler, für den es in unserem Geschäft keine Entschuldigung gibt.

**In Summe waren hier demnach zwei kognitive Verzerrungen im Spiel: „Illusion of Control“ – d.h., die Anmaßung, Börsenkurse vorherzusehen – und „Fear“.**

## 1.4. Abbau von Positionen

Unternehmen	Abbau um %	Kurs Verkauf	Kurs 31.12.2020	%
a) Semperit	-20%	€ 16,20	€ 24,30	+50%

**Semperit** haben wir zu früh verkauft – Fehler war hier wieder einmal die fehlende Aktualisierung unserer Dokumentation und Bewertung, nachdem wir die Entscheidung „emotional“ getroffen hatten, d.h., „**Confirmation Bias**“.

## 2. Errors of Omission

### 2.1. Käufe

Wir waren **langsam und entscheidungsschwach**, als wir die folgenden Positionen nicht gekauft haben:

Unternehmen	Datum	Kurs	Kurs 31.12.2020	Veränderung %
a) Boohoo	13.07.	230p	343p	+49%

# FORUM

European Smallcaps GmbH

b) The Gym Group	20.07.	140p	210p	+50%
c) <b>Total (ungewichtet)</b>				<b>+50%</b>

## 2.1.1 The Gym Group

Zunächst muss man wissen, daß The Gym Group schon im Brief an unsere Kunden 2019 als **einer der „Errors of Omission“** aufgeführt wurde, damals haben wir geschrieben:

*“The Gym Group is a low-cost gym operator in the UK. This business is wonderful everywhere in the world, e.g. in Germany McFit has been making 30+% EBIT margins for a decade. The picture looks similarly in the rest of Europe. In this company we spent weeks and months debating the right valuation metric. By the time we had come to a conclusion at another meeting with the company CEO the share price had gone up by nearly 20% (and has climbed further since then).”*

In 2020 hätten wir dieses tolle Unternehmen **zu Kursen um 130 – 140p kaufen können**. Daß wir es nicht gemacht haben, lag wieder an unserer „Spekulation“, es noch günstiger kaufen zu können. Dabei war der **errechnete Return auf 2 Jahre zu diesen Kursen schon deutlich über 30% p.a. für 2 Jahre, also deutlich über unserer Mindest-Schwelle**.

Der Fehler war wieder **die „Anmassung“, Börsenkurse vorhersehen zu können, anstatt allein auf den rechnerischen Ertrag abzustellen, der schon „sensationell“ war** - kognitive Verzerrungen: „**Illusion of Control**“ und „**Greed**“.

Die Kosten sind signifikant: geplant war eine 10%-Position – bei 50% Kursanstieg hätte die das Ergebnis 2020 um 5 Prozentpunkte verbessert. Ich würde diesen Fehler daher – hinter dem Verkauf von EDP-R – als zweitgrößten Fehler des Jahres einordnen. Insofern **Schulnote 5**.

## 2.1.2 Boohoo

Boohoo ist wahrscheinlich das bestgeführte Unternehmen, das Textilien an junge Leute online verkauft. Im Juli 2020 kam das Unternehmen in die Schlagzeilen, weil es in Großbritannien **Zulieferer benutzte, die deutlich weniger als Mindestlöhne zahlten**. Als Folge brach der Kurs kurzfristig auf ein Niveau ein, das im langjährigen Mittel am unteren Ende der historischen Bewertungen und deutlich über dem Niveau vergleichbarer Wettbewerber war.

Unsere Analyse ergab **einen erwarteten Return von über 30% p.a.**

- ca. 23% aus dem **weiteren Gang der Geschäfte**, getrieben durch das absehbar andauernde Wachstum des Online-Marktes, verbunden mit weiteren Marktanteilsgewinnen. Wir gingen (und gehen) davon aus, daß die Marke unbeschädigt bleiben würde.
- Eine Zusatz-Rendite aus der **Korrektur der niedrigen Bewertung**.

Wir haben das Investment nicht getätigt, **weil wir in unserer letzten Besprechung Zweifel an der Korrektur der Bewertung hatten und haben ein Limit deutlich unter dem aktuellen Kurs gesetzt.** Das ist aus heutiger Sicht nicht nachvollziehbar, und zweitens wäre die erwartete Rendite auch ohne diese Höherbewertung über unserer Mindestschwelle gewesen.

Im Kern beruhte dieser Fehler wieder auf der „Anmassung“, einen weiteren Kursrückgang vorauszu sehen. In der Semantik der kognitiven Verzerrungen sind das „Illusion of Control“ und „Greed“. Wir würden diesen Fehler mit der **Schulnote 4** benoten.

## 2.2 (Nicht Getätigte) Verkäufe

In diese Kategorie fallen **Unternehmen mit einer der folgenden Charakteristika:**

- a) **Wertberichtigung der Intrinsischen Werte**
- b) **Aktienkurs (deutlich) über dem IV-T.**

Wie oben dargestellt haben wir in 2020 **nur bei einer Portfolio-Position Wertberichtigungen auf den intrinsischen Wert vornehmen müssen**, das war Smiths News. Nach der Wertberichtigung liegen aber **BEIDE intrinsische Werte noch deutlich über dem Aktienkurs, also auch der N-EPV.** Daher sehen wir hier immer noch sehr viel Kurssteigerungs-Potenzial (mehr dazu oben).

**Insofern ist hier nach unserer Bewertung kein Fehler passiert.**

Am 31.12.2020 liegen die **Aktienkurse von zwei Beteiligungen über dem IV-T: Pandora und EDP-R.**

Wir haben uns entschieden, diese Positionen b.a.w. zu behalten, weil wir die Intrinsischen Werte immer nur vorsichtig hochschreiben, um „sicher zu sein“. Bei beiden Fällen **hat sich das positive Momentum in 2020 deutlich beschleunigt.** Wir vermuten, dass das nachhaltig ist, wollen mit dem Hochschreiben des IV-T aber noch 1-2 Quartale warten, um eine längere Datenbasis zu haben. Bei beiden Fällen **gehen wir mit hoher Wahrscheinlichkeit davon aus, dass wir die Werte in Kürze weiter deutlich hochschreiben werden.**

**Insofern sehen wir hier auch keinen Fehler.**

## 3. Zusammenfassung

Per Saldo beruhen die großen Fehler in 2020 v.a. **auf zwei Ursachen:**

# FORUM

European Smallcaps GmbH

- a) **Der Anmaßung, Börsenkurse vorherzusehen, also auf Momentum zu setzen.** Diese „**Illusion of Control**“ war jeweils gepaart mit „**Fear**“/Panik (EDPR) oder „**Greed**“ (The Gym Group, Boohoo).

Die empirische Evidenz, dass niemand Börsenkurse vorhersehen kann, ist erdrückend. Das alternative Konzept ist Investieren auf Basis Intrinsischer Werte und der daraus abgeleiteten Returns – kurz „Value Investing“ – das haben wir uns „auf unsere Fahnen geschrieben“. Unsere Fehler in 2020 zeigen, dass sich doch immer wieder das Denken in Börsenkursen und Momentum einschleicht.

Unsere Maßnahmen gegen diese Fehlerursache sind **schriftliche Post-Mortems** incl. dieses Briefes an unseren Kunden, die das Bewusstsein über diese kognitive Verzerrung **durch das „emotional schmerzhaft“ Nachempfinden der Abläufe schärft**. Damit verringert sich hoffentlich die Wahrscheinlichkeit, dass er nochmals passiert.

- b) **Keine schriftliche Aktualisierung des Investment-These** (Kauf Bayer, Verkäufe Qliro und Semperit). Dahinter standen jeweils **vorher gefällte Entscheidungen, die man nicht mehr revidieren wollte** – also die kognitive Verzerrung „**Confirmation Bias**“.

Diesen Fehler hoffen wir für die Zukunft auszuschließen, indem wir eine **schriftliche Aktualisierung und Diskussion der Investment-These vor jedem Kauf oder Verkauf** absolut verbindlich machen. Das erfordert dann auch **zeitkritisches Arbeiten unserer Analysten**.

## E. Makroökonomische Perspektive

Zu diesem Thema verweisen wir auf unser „**Macro Dashboard**“, das wir Ihnen in den nächsten Tagen zusenden werden.

## F. Schlussfolgerungen und Ausblick

2020 war ein Jahr mit **sehr „gespaltenem“ Ergebnis**:

- a) Der **Wert eines** Anteilsscheins (=NAV) ist **um ca. 6% gestiegen**. Damit haben wir unseren Vergleichs-Index deutlich geschlagen, **die Über-Performance liegt bei ca. 9%**. Auf Basis der Entwicklung unserer Aktienkurse war 2020 ein gutes, aber kein herausragendes Jahr unserer Geschichte

Insgesamt liegt der **Wert eines Anteilsscheins jetzt 65% über dem Wert seit Beginn unserer systematischen Aufzeichnungen Anfang 2008, d.h., vor 13 Jahren**. Das entspricht einer **durchschnittlichen Rendite von 3,5% p.a.**

- b) **Die Intrinsischen Werte** unseres Portfolios sind in 2020 um 2 bzw. 3% gestiegen.
- c) Auch nach dem Anstieg des NAV um 6% liegt dieser Wert erst auf dem Niveau des N-EPV. **Damit halten wir den Kursanstieg für nachhaltig.**



Für die nächsten Jahre bin ich **wie immer zuversichtlich gestimmt**:

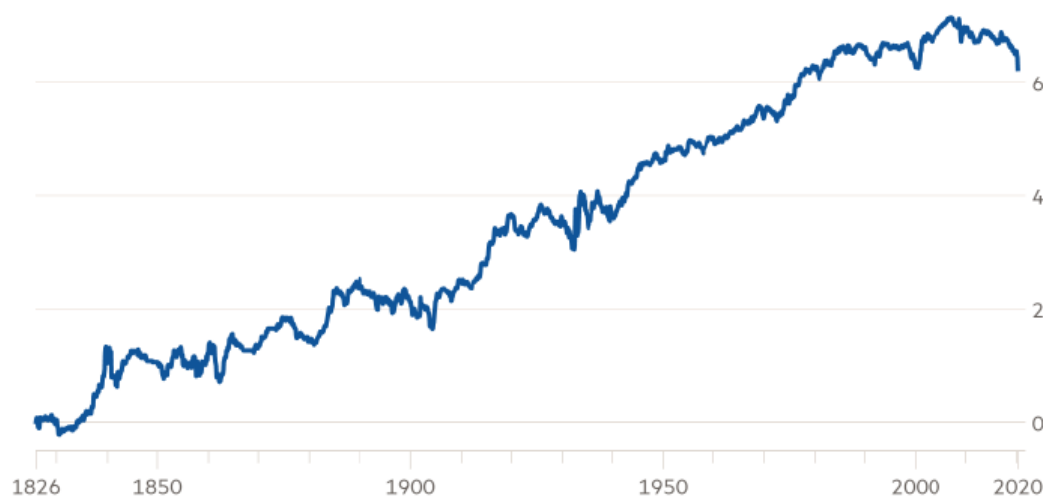
In der **kurzfristigen Betrachtung** liegt der NAV per 31.12.2020 erst auf dem Niveau des N-EPV, d.h., das Wachstum unserer Beteiligungen ist nicht eingepreist. Damit ist hier weiter Raum für Kurssteigerungen.

**Für die mittel- und langfristige Betrachtung** möchte ich nochmals daran erinnern, dass sich **“Value” als Investment-Stil seit 2007 in einer Phase stetiger Unter-Performance** gegenüber dem Markt befindet. Das inzwischen erreichte relative Bewertungs-Niveau schafft **die größte Unterbewertung von Value seit vielen Jahrzehnten**.

Wie der folgende Chart zeigt, ist Value als Investitions-Stil **immer wieder „zurückgekommen**, d.h., auf die Phase der relativen Unter-Performance folgte immer eine Phase der relativen Über-Performance. Wie bei allen Bewertungen gilt auch hier das Prinzip der **„Reversion to the Mean“**.

Value investing has done well over time, despite big drawdowns

Cumulative long-short excess returns (%)



\* Value factor is derived from going long cheap stocks and short expensive ones

Source: Two Centuries Investments

© FT

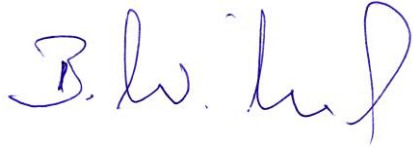
Drittens zeigt die **Makro-Perspektive** im Macro Dashboard, **daß die Aktienmärkte in Europa deutlich niedriger bewertet sind als die USA** – eine „Bubble“ gibt es in erster Linie in den USA, nicht hier.

Insofern sind wir zuversichtlich für die nächsten Jahre. Dabei werden wir auch die Lektionen aus der o.a. Fehler-Analyse umsetzen – mit dem Ziel einer stetigeren Out-Performance.

# FORUM

**European Smallcaps GmbH**

Ihr



.....  
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.