

FORUM Family Office GmbH • Uhlandstr. 5 • 80336 Munich, Germany

Uhlandstr. 5
80336 Munich
Germany

An: Forum Geschäftspartner und
Interessenten

Telephone +49/ (0)89 / 27 37 49 – 0
Telefax +49/(0)89 / 27 37 49 – 15

E-mail b.wittek@forumgruppe.de
URL www.forumgruppe.de

München, den 20.10.2025

FES-Bericht des Chief Investment Officer („CIO“) 3. Quartal 2025

Sehr geehrte Geschäftspartner und Interessenten!

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 wem 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.

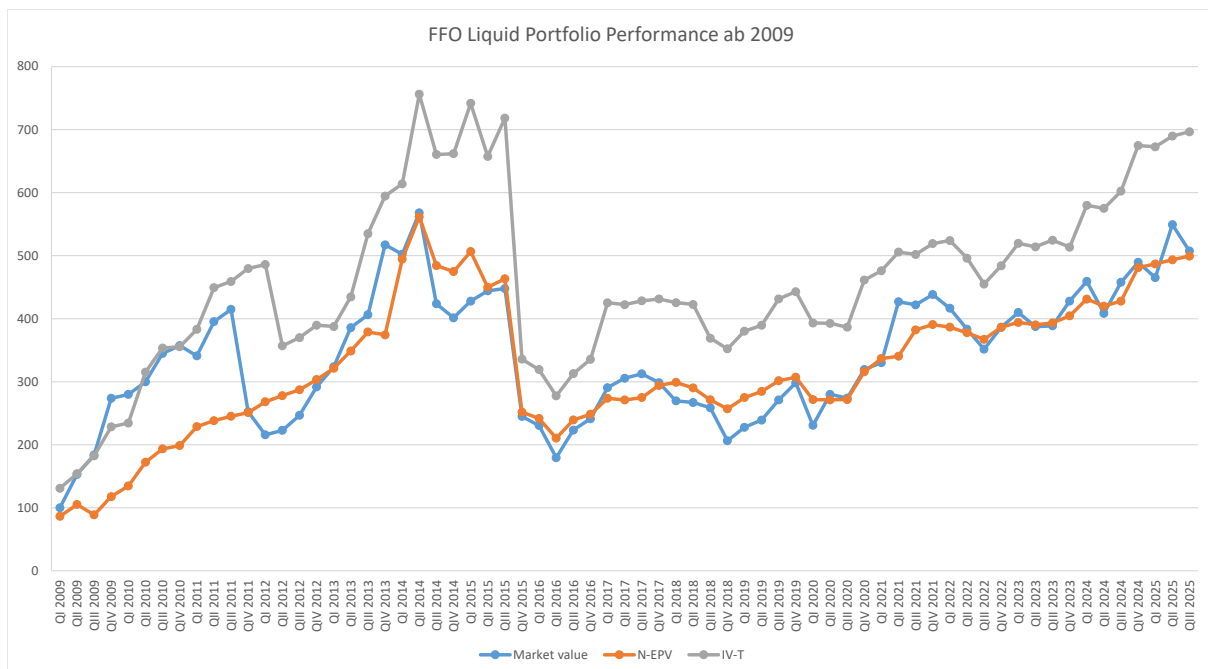
Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum **30. Juni 2025 bis 30. September 2025**.

A. Überblick – FES-Ergebnisse 3. Quartal 2025

Der Chart unten zeigt die Entwicklung anhand der drei von uns verwendeten Schlüssel-Kennzahlen:

- a) Entwicklung des Portfolios zu Börsenkursen: **Nettoinventarwert („NIW“)**
- b) Entwicklung des N-EPV: **intrinsischer Netto-Ertragswert ohne Wachstum**
- c) Entwicklung des IV-T: **intrinsischer Netto-Ertragswert mit Wachstum**

Im Zentrum der Anlagephilosophie unseres 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 kommentieren wir die Entwicklung dieser drei Werte:

1. Ergebnisse zu Börsenkursen/Marktwerten

Im **3. Quartal 2025** fiel der **Nettoinventarwert („NIW“)** je Aktie von € 549,34 auf € 507,44, d.h. um **7,6%** im Vergleich zum **2. Quartal 2025**. Unsere Benchmark MSCI Europe ist im selben Zeitraum um **3,2%** gestiegen. D.h., wir hatten eine **Underperformance von ca. 10,5%** (linear gerechnet).

Nach 9 Monaten liegt der **NIW** um **3,3%** über dem Wert zum Jahresanfang. Demgegenüber ist die **Benchmark** um **12,4%** gestiegen. D.h., nach 9 Monaten besteht eine **Underperformance** von ca. **8,1%**.

2. Ergebnisse zu Intrinsischen Werten

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

2.1. Net Earnings Power Value (N-EPV)

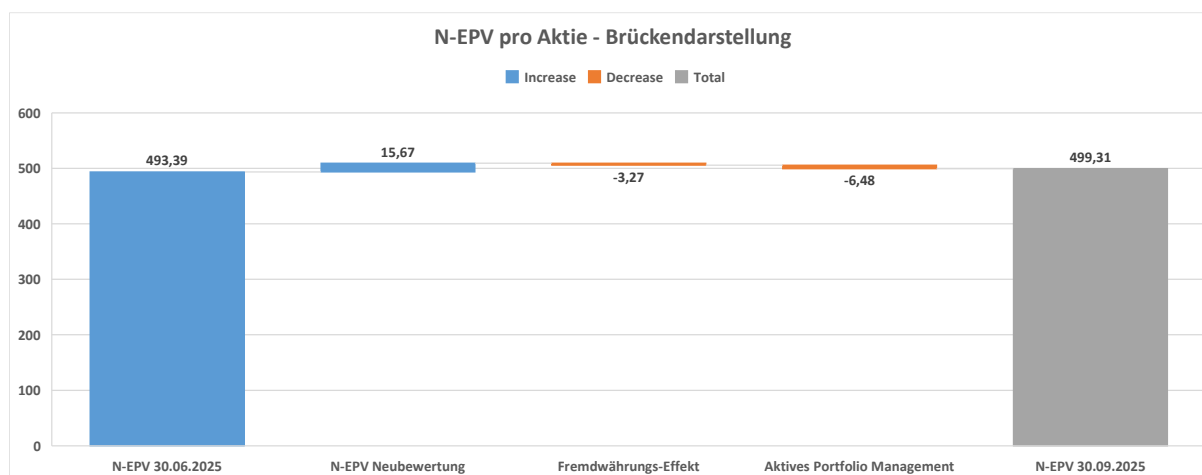
Die **orangene Kurve** stellt den N-EPV dar. Der N-EPV erfasst die Ertragskraft eines Unternehmens in einer stabilen Situation – das Wachstum wird also nicht bewertet. Wir berechnen ihn wie folgt:

- a) Wir schätzen, **wie viel freie Finanzmittel („Cash Flows“) das Geschäft generiert, wenn wir nichts in Wachstum reinvestieren müssten**, z.B. Investitionen.
- b) **Diesen Cashflow 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.

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

Im 3. Quartal 2025 stieg der Net Earnings Power Value („N-EPV“) unseres investierten Portfolios von € 493,39 auf € 499,31, d.h., um ca. 1,2%.

Der folgende Brücken-Chart zeigt die **Wertbeiträge der verschiedenen Treiber des N-EPV**:



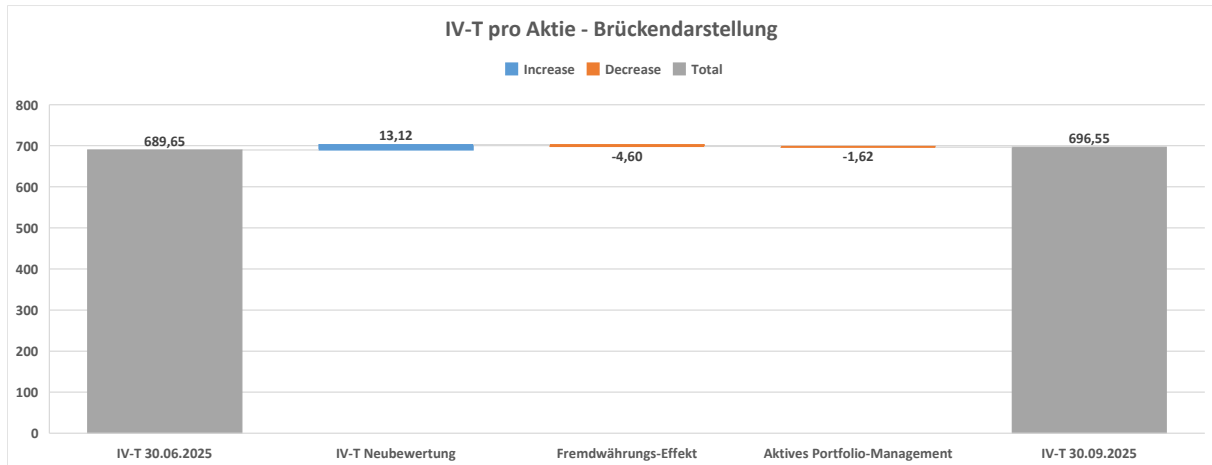
Die Veränderung ist das Ergebnis der folgenden Faktoren:

- a) **Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Wir haben die Bewertungen aller Positionen auf Basis der aktuellen Quartals-Ergebnisse aktualisiert.
- b) **Wechselkurse:** Negative Währungseffekte durch GBP/EUR und DKK/EUR.
- a) **Aktives Portfolio-Management:** Im 3. Quartal 2025 haben wir unsere **Position in The Gym Group** weiter **ausgebaut**. Gleichzeitig haben wir **Gewinne realisiert** und die **Gewichtung unserer größten Position getrimmt**.

2.2. Total Intrinsic Value (IV-T)

Die **graue Linie** zeigt den Wert des Portfolios gemessen am IV-T – das ist der Intrinsische Wert **inklusive des Wertbeitrags von Wachstum** (das „T“ steht für „Total“). Im 3. Quartal 2025 stieg der IV-T von € 689,65 auf € 696,55 pro rechnerischen Anteilsschein, d.h., um ca. 1,0%.

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



Die wichtigsten Entwicklungen waren:

- Wertanpassungen bei Beteiligungen:** Anpassung auf Basis der aktualisierten Quartals-Ergebnisse.
- Wechselkurse:** Auch hier spiegeln sich die negativen Währungseffekte wider.
- Aktives Portfolio-Managements:** S.o.

2.3. Zusammenfassung

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

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

Im 3. Quartal 2025 **waren die Highlights:**

- Die Börsenkurse unserer Beteiligungen fielen um ca. 7,6%
- N-EPV und IV-T sind jeweils um ca. 1,2% und 1,0% gestiegen.

Insofern liegt der **Marktwert des Portfolios** an der **unteren Spanne der beiden intrinsischen Werte**.

B. Portfolio Strategie

1. „Long Book“ - Portfolio-Entwicklung nach Geschäfts-Qualität

1.1 Überblick

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



1.1.1 Franchise-Geschäfte

Diese Geschäfte weisen die höchste Geschäftsqualität auf – sie kombinieren i.d.R. **hohe Kundenbindung mit einem starken Wettbewerbsvorteil**. Historisch betrachtet waren diese Geschäfte stets der Kern von FORUMs Portfolio, mit einem **Anteil von 40 - 60%**.

Im **3. Quartal 2025** lag die **Gewichtung** der Franchise-Geschäfte am Portfolio bei **18%** – unverändert bleibt diese Position Sartorius.

1.1.2 Hybride und Execution-Geschäfte

Dies sind **Geschäfte mit mittlerer oder niedrigerer Qualität**. Die Industrien in dieser Gruppe reichen von Formteilen bis zu Modeschmuck. Da die Qualität dieser Geschäfte nicht herausragend ist, **kommt es auf die Qualität des Managements an**. Daher verbringen wir im Rahmen unserer Due Diligence viel Zeit damit, dieses einzuschätzen.

Ende des 3. Quartals 2025 hatten wir **6 (30.06.2025: 6)** Unternehmen in dieser Gruppe, deren **Anteil** am Portfolio bei **80%** lag (30.06.2025: 77%). Die **größte Position ist Pandora** mit einem Anteil von ca. 23% am Portfolio.

1.1.3 Special-Situationen und Zykliker

Im 3. Quartal 2025 hatten wir **keine Investments** in diesen beiden Typen von Investment-Situationen.

1.1.4 Roll-ups

Als „Roll-ups“ bezeichnet man **Unternehmen, die systematisch kleinere Unternehmen akquirieren**. Die meisten dieser **akquisitionsorientierten** Unternehmen integrieren die übernommenen Unternehmen zügig in ihren Konzern.

In dieser Kategorie halten wir zum Ende des **3. Quartals 2025 eine Position**.

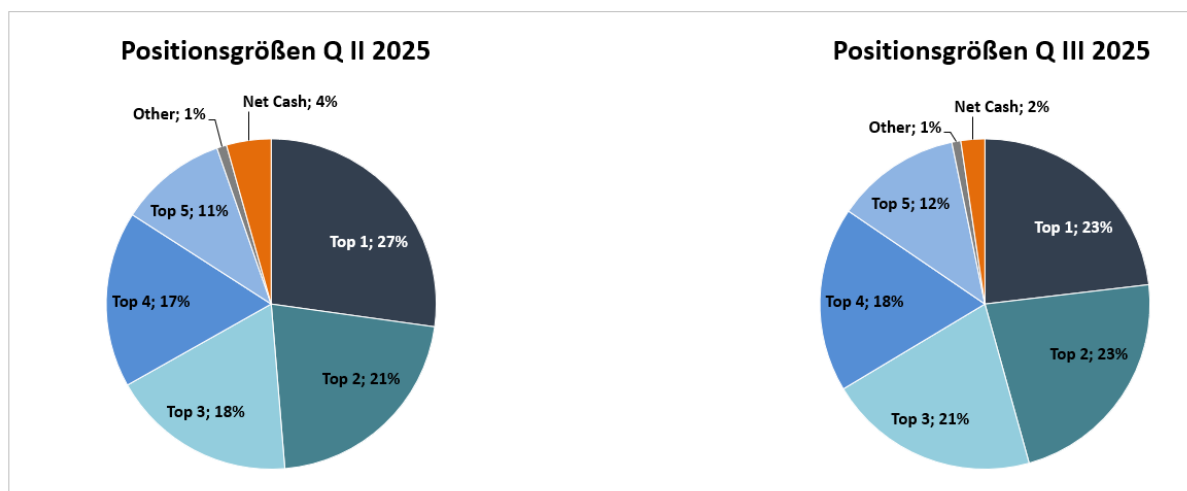
2. Leerverkaufs-Portfolio

Im 3. Quartal 2025 hatten wir **keine** offene Leerverkaufs-Position (30.06.2025: 0).

3. Weitere Aspekte des Portfolio-Mix

3.1 Portfolio-Konzentration

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des Konzentrationsgrads unseres Portfolios:

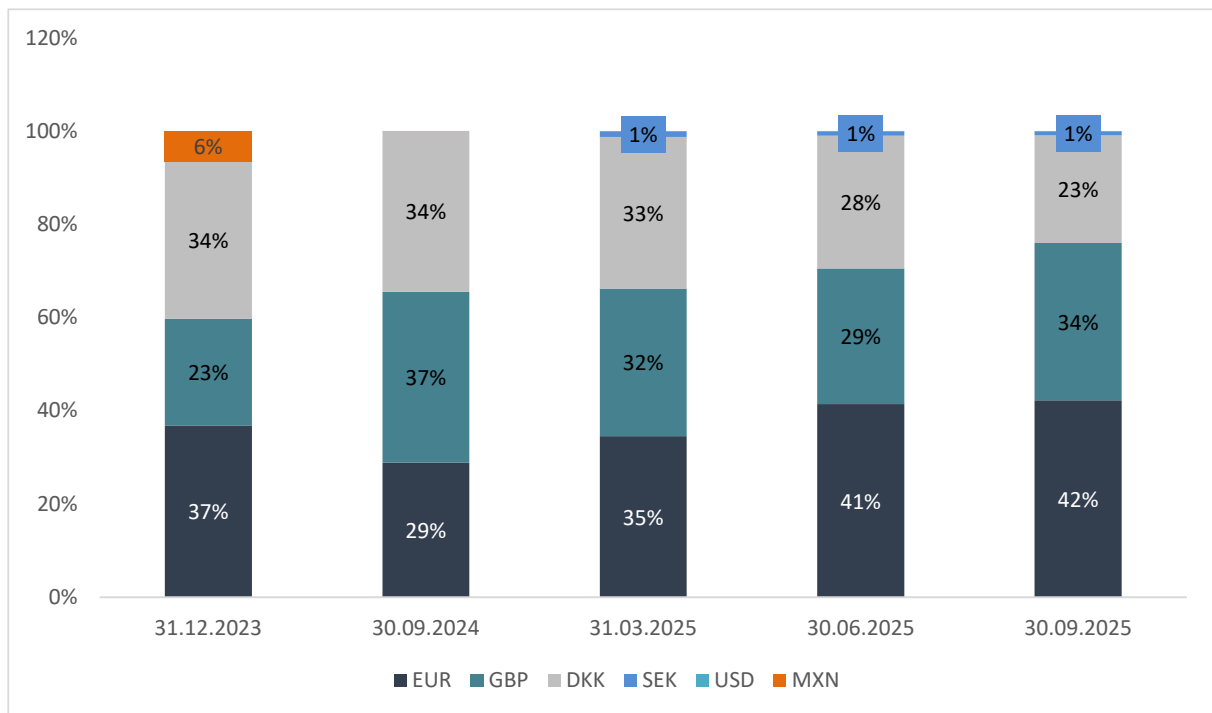


Wie man sieht, blieb die **Konzentration** unseres Portfolios im 3. Quartal 2025 **konstant**.

Die **drei größten Investments** machen immer noch **ca. 67% des Portfolios** aus (30.06.2025: 66%). Wie Sie wissen, ist ein konzentriertes Portfolio eine der wichtigsten Elemente unserer Strategie.

4. Portfolio-Zusammensetzung nach Währungen

Nachfolgend ist die Entwicklung des Portfolios nach Währungen dargestellt:



Demnach ist der **€-Anteil** derzeit bei nur **ca. 42%**. Damit wären wir im Falle einer neu aufflammenden **€-Krise nicht stark direkt exponiert**.

Es ist jedoch anzunehmen, dass die anderen Währungen aus dem geographischen Raum von einer derartigen Krise über Sekundär-Effekte ebenfalls betroffen wären.

C. Risikoprofil

Wir möchten Sie auf die umfangreiche Diskussion der wesentlichen Risiken hinweisen, die im **Jahresbrief 2024** zu finden ist.

D. Makroökonomische Perspektive

Zu diesem Thema verweisen wir auf unser „**Macro Dashboard**“.

E. Ausblick

Im 3. Quartal 2025 verzeichnete unser Portfolio einen **Rückgang des Marktwerts um ca. 7,6%**. **Demgegenüber entwickelten sich die inneren Werte** unserer Beteiligungen – gemessen am N-EPV und IV-T – **leicht positiv**.

Diese **Diskrepanz** verdeutlicht das aktuelle Marktumfeld: Während die **Börsenkurse** stark von kurzfristigen makroökonomischen Schlagzeilen und politischem „Noise“ **beeinflusst werden, orientieren wir uns** konsequent am „Signal“, also **an der fundamentalen Ertragskraft** unserer Portfolio-Unternehmen.

FORUMs **Anlagephilosophie** bleibt **unverändert**: Wir investieren **konzentriert in europäische Qualitätsunternehmen** mit soliden Bilanzen, hohen Kapitalrenditen und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen. Diese **gezielte Konzentrierung führt dazu**, dass unser **Portfolio kurzfristig sensitiver auf Marktrauschen reagiert**.

Wir **definieren** diese temporäre **Volatilität** jedoch **nicht als Risiko**, sondern als **Chance**, **Kapital taktisch zu allokalieren** und Fehlbewertungen gezielt auszunutzen. So haben wir die **jüngste Marktvolatilität genutzt**, um unsere **Positionen** in Unternehmen wie **The Gym Group** zu attraktiven **Abschlägen** auf ihren **inneren Wert auszubauen**.

Wir bleiben überzeugt, dass sich das **gestiegene Ertragsprofil** unseres Portfolios **langfristig in den Kursen widerspiegeln wird**. Das ist das **Signal, auf welches wir achten** – und auf dessen Realisierung wir mit **Geduld und Disziplin warten**.

Ihr



Dr. Burkhard Wittek

Anlage 1: Zusammenfassung der FES-Investment-Philosophie

1. Investments (“Long Book”)

Unsere Investment Philosophie folgt den Prinzipien des Value Investing in der Interpretation von Warren Buffett: wir investieren mit einer Sicherheits-Marge in Geschäfte, die wir gut verstehen.

Wir verstehen Geschäfte dann gut, wenn Sie in unsere Kern-Kompetenz fallen (“Circle of Competence”). Die definieren wir wie folgt:

- a) Kern unserer Kern-Kompetenz sind Geschäfte mit tendenziell hoher Qualität. Das sind Geschäfte mit hoher Kundenbindung und großem Wettbewerbsvorteil, d.h., vor allem die Franchise-Geschäfte. Aber auch im Bereich der hybriden Geschäftsmodelle gibt es viele Geschäfte, die langfristig sehr hohe und stabile Erträge erwirtschaften.

Wir definieren die hohe Qualität über Geschäfts-Konzepte (“economic frameworks”), die zu langfristig hohen stabilen Erträgen führen. Diese Konzepte kommen aus allen möglichen Bereichen der Wirtschaft, z.B.

- Umsatzmodelle auf Abo-Basis
 - Wiederkehrende Umsätze
 - Hohe Wechselkosten der Kunden incl. Wechsel-Risiko
 - Marken
 - Hoher Nutzenbeitrag der Produkte und Services beim Abnehmer
 - Network Economics
 - usw.
- b) Zweites Kriterium für die Qualität eines Geschäftes ist die **Qualität des Managements inklusive der Aufsichtsgremien und u.U. auch eines starken oder sogar dominierenden Aktionärs**. Wir suchen nach CEOs, die entweder Weltklasse oder in ihrer Branche herausragend sind.
 - c) Regional definieren wir unseren Circle of Competence als **West-Europa**. Innerhalb West-Europas haben wir eine starke Präferenz für DACH und die Nordischen Länder, die dort herrschenden Denkweisen über das Management von Geschäften kombinieren i.d.R. guten “money sense” mit langfristiger Ausrichtung.

Bei der Suche nach Investitionsmöglichkeiten fokussieren wir uns auf kleine und mittelgroße Geschäfte, weil dort weniger Analysten unterwegs sind. Die wahrscheinlich, einen Large Cap Wert günstig zu kaufen, ist deutlich geringer – es gibt diese Situationen aber immer wieder.

Wenn wir ein Investment tätigen, **schauen wir uns als erstes an, was wir bekommen** (“What we get”). Für uns sind die wichtigsten Aspekte:

- a) **Qualität des Geschäfts:** Wir unterscheiden drei Kategorien. Am meisten lieben wir Franchise-Geschäfte mit hoher Kundenbindung und großem Wettbewerbsvorteil. Dahinter kommen hybride Geschäfte. Die Geschäfte, die die höchste Management-Leistung benötigen, sind Execution-Geschäfte.

Wir versuchen, einen signifikanten Teil unseres Portfolios in Franchise-Geschäften zu haben. Aber dies ist kein Dogma: es gibt Perioden, in denen diese Geschäfte vom Aktienmarkt deutlich überbewertet werden. Die bekannteste Phase sind die sogenannten “**Nifty fifty**” – 50 US-Unternehmen, die als von so hoher Qualität eingeschätzt wurden, dass man sie auf ewig halten sollten. Die “Nifty fifty-Euphorie” begann in den 1960er Jahren und lief bis 1972 heiß – dann platzte die Blase. In der folgenden 7-Jahresperiode erzielten die Nifty Fifty eine um 30% schlechtere Kursentwicklung als der Vergleichsindex S&P 500.

Bei FORUM lieben wir “Peace of Mind” – aber am Ende sind für uns Renditen wichtiger. Insofern reduzieren wir unsere Allokation zu Franchise-Geschäften, wenn die prognostizierte Rendite unserer Investment-Kandidaten nicht unsere Mindest-Rendite erreicht.

- b) **Management und Aufsichtsrat:** in jedem Geschäft hat der CEO, der Rest des Management Teams, die Mitglieder des Aufsichts- oder Verwaltungsrats einen enormen Einfluss auf die Erträge, die das Geschäft in den folgenden 5 Jahren abwirft. Ein Geschäft mit einer Eigenkapitalrendite von 15% verdoppelt seine Eigenkapitalbasis in den nächsten 5 Jahren (vor Ausschüttungen). Wie diese zusätzlich erwirtschafteten Eigenmittel eingesetzt werden, kann einen signifikanten Beitrag zur Wertschaffung oder – Vernichtung leisten.
- c) **Internal Compounding (Eine Übersetzung dieses Begriffs ist nahezu unmöglich):** damit wird die gesamte Wertsteigerung eines Geschäftes bezeichnet, die sich aus Anfangswert, Dividenden und Endwert ergibt. Dabei spielt die Kapitalintensität eine ganz wichtige Rolle, denn
- sie erfordert erstens den Einsatz von freien Finanzmitteln (die damit nicht für Dividenden zur Verfügung stehen)
 - und limitiert damit das intern finanzierbare Wachstum – es entspricht bei gleichbleibender Kapitalintensität der Eigenkapital-Rendite.

Das ideale Geschäft hat damit eine niedrige Kapitalintensität verbunden mit der Möglichkeit, für viele Jahre zu wachsen. Das “internal compounding” – d.h. die so generierte Rendite wächst mit einer hohen Rate und geometrisch. Der Aktienmarkt hat oft eine kurzfristigere Perspektive und preist dieses “internal compounding” nicht ein – das ist dann eine Chance für uns.

Darum ist unser Portfolio durch Unternehmen geprägt, die deutlich schneller wachsen als das reale Wachstum des europäischen BSP-Wachstums.

Nach der Prüfung, was wir bekommen (“what we get”) analysieren wir, “What we pay”. Die wichtigsten Prinzipien sind:

- a) Ankerpunkt unserer Bewertung von Unternehmen ist der **Nettoertragswert - Net Earnings Power Value ("N-EPV")**. Wir definieren N-EPV als den kapitalisierten Wert der Cash Flows, die das Geschäft in einer stabilen Lage (“on a sustainable basis”) erwirtschaftet, d.h., ohne Wachstum. Dieser Wert misst, was ein Geschäft heute wert ist, und das Wachstum “umsonst” bekommen.
- b) Auch für die besten Geschäfte – Franchise-Geschäfte mit gutem Management und abschbarem Raum für Wachstum – zahlen wir nicht wesentlich mehr als N-EPV. Dies ist unsere Definition der **Sicherheits-Marge (“Margin of Safety”)**.
- c) Unsere **Mindest-Rendite für neue Investitionen** ist **20% p.a.**

Wir definieren **Risiko als den endgültigen Verlust unseres eingesetzten Kapitals**. Wenn das Risiko eines permanenten Verlustes “mehr als insignifikant” ist – gemeint ist damit eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 5 - 10% - verfolgen wir die Investment-Idee nicht weiter.

Dagegen ist die Volatilität von Aktienkursen von uns nicht als Risiko: wir betrachten diese Schwankungen als statistisches Rauschen. Stattdessen konzentrieren wir uns darauf, die Entwicklung der intrinsischen Ertragskraft zu analysieren: hat sie sich verändert, müssen wir sogar eine Wertberichtigung auf unseren letzten Wert vornehmen. Wenn nicht, prüfen wir, ob die Kursschwankung u.U. eine Kaufgelegenheit darstellt.

2. Leerverkaufs-Portfolio (“Short Portfolio”)

Mit unserem Leerverkaufs-Portfolio verfolgen wir drei Ziele:

- a) **Autonome Shorts**: das sind Unternehmen, die deutlich überbewertet sind, und bei denen es einen Katalysator gibt, der eine Korrektur der Überbewertung auslösen sollte. Der Katalysator kann z.B. die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung oder ein Verfehlen von Bedingungen in Kreditverträgen sein (“breach of covenants”).
- b) **Absichern eines Unternehmens-spezifischen Risikos bei Investments** (“long-Positionen”): wir erreichen das durch Eingehen einer “gespiegelten” Position, die sich gegenläufig entwickeln sollte.
- c) **Absichern des Gesamt-Portfolios** gegen eine Überbewertung des gesamten Aktienmarktes. Damit neutralisieren wir das Risiko einer Markt-Korrektur – und behalten das sogenannte “Alpha”, d.h., die erwartete Unternehmens-spezifische Über-Rendite.

Innerhalb der Leerverkaufs-Portfolios unterscheiden wir zwischen

- a) „conviction bets“ – das sind Investments, bei denen wir einen hohen Überzeugungsgrad zur Einzel-Position haben
- b) „stochastic bets“ – das sind Investments, bei denen wir nicht auf einen Kursrückgang einer einzelnen Aktie setzen, sondern einer ganzen Branche, z.B. Fluggesellschaften oder traditioneller Einzelhandel im non-food.

Bei allen Leerverkäufen haben wir den langfristigen Trend steigender Unternehmensgewinne und nicht-kalkulierbare Ereignisse (“event risks”), z.B. Übernahmen gegen uns. Daher geben wir einer Short-Position immer nur eine geringe Allokation, i.d.R. 1-2% des Portfolios.

Historisch **haben Leerverkaufs-Positionen 5 – 10% unseres Portfolios ausgemacht.**

Anlage 3: Glossar

Execution-Geschäft: ein Geschäft mit relativ geringer Kundenbindung und vielfach auch niedrigem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen in dieser Gruppe sind z.B. Einzelhändler oder Logistik-Dienstleister. Ein Execution-Geschäft braucht jeden Tag die richtigen Management-Entscheidungen benötigt, um zu prosperieren.

Franchise- Geschäft: ein Geschäft mit hoher Kundenbindung und großem Wettbewerbsvorteil. Unternehmen in dieser Kategorie sind z.B. starke Markenartikel, Software-Unternehmen mit kritischen Anwendungen oder die meisten Unternehmen im Gesundheitswesen.

Hybrides Geschäft: ein Geschäft mit Charakteristika der beiden oben genannten Qualitäts-Stufen, demnach Geschäfte mittlerer Qualität.

Net Asset Value ("NAV"): Nettoinventarwert, d.h., der Wert des Portfolios zu aktuellen Börsenkursen.

Net Earnings Power Value (“N-EPV”): Der Netto-Ertragswert misst den Ertragswert eines Geschäftes in einer Situation ohne Wachstum. Er wird auf Basis des Finanzflusses nach Steuern berechnet, dabei werden die Ausgaben für Wachstum eliminiert. Bei Restrukturierungen stellt die Bewertung auf den normalisierten Ertragswert nach Abschluss der Sanierung ab.

Dieser Finanzfluss (“Cash Flow”) wird auch als “**Owner Earnings**” oder “OE” bezeichnet. Wir kapitalisieren ihn mit einem Faktor, in den die Qualität des Geschäfts und die Unternehmensgröße eingeht. Z.B. wird ein Franchise-Geschäft mit hoher Marktkapitalisierung bzw. Größe mit einem Faktor 12 kapitalisiert. Der Faktor wird in Abständen angepasst, um dem Basiszins Rechnung zu tragen.

Total Intrinsic Value (“IV-T”): der IV-T misst den gesamten Wert eines Geschäftes incl. Wachstum. Bei Restrukturierungen gehen außerdem die angestrebten strukturellen Erhöhungen der Ertragskraft ein. Daher enthält der IV-T mehrere Annahmen über die Zukunft und ist daher weniger präzise als der N-EPV.

Da der IV-T aus prognostizierten zukünftigen Erträgen ermittelt wird, wird er auf den Zeitwert abdiskontiert. Der Diskontsatz ist die Inverse des Kapitalisierungsfaktors. D.h., wenn der Aktienkurs eines Unternehmens den IV-T erreicht, ergibt sich rechnerisch ein IRR von 8 – 12% p.a.