

Absolute Capital Management

Stärken und Chancen

- *Hedgefonds boomen weltweit:* Im Gegensatz zur schleppenden Einführung in Deutschland entwickelt sich die Hedgefondsbranche weltweit dynamisch. Nach einer Verfünfachung in den letzten 10 Jahren wird eine Versechsfachung des Fondsvolumens in den nächsten 10 Jahren vorausgesagt.
- *Imposanter Track-Record:* Das Volumen der ACM-Fonds hat sich seit 2004 vervierfacht. Dazu hat insbesondere die imposante Performance der Fonds beigetragen, deren annualisierte Renditen weit über dem Marktdurchschnitt lagen. Entsprechend dynamisch haben sich auch die Umsätze und Erträge von ACM entwickelt, die in den letzten beiden Jahren mit deutlich dreistelligen Raten wuchsen.
- *Starke Wettbewerbsposition:* Durch den starken Track-Record hat sich die ACM eine exponierte Stellung unter den Hedgefonds-Managern und damit eine ausgezeichnete Ausgangsposition für weiteres Wachstum geschaffen.
- *Hohes Kurspotenzial:* Im Rahmen eines Ertragswertmodells haben wir unter recht vorsichtigen Annahmen einen fairen Wert von 5,71 Euro je Aktie errechnet. Demnach weist die ACM-Aktie derzeit ein Kurspotenzial von 115 Prozent auf.

Schwächen und Risiken

- *Börsenzyklik:* Auch wenn Hedgefonds in rückläufigen Marktphasen über Instrumente verfügen, um weiter profitabel zu arbeiten, würde eine länger anhaltende Börsenbaisse durch die damit einhergehende Verunsicherung der Anleger auch zu einer Verringerung der Mittelzuflüsse bei Hedgefonds führen.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 2,65 Euro

Stammdaten

ISIN	KYG006011079
Branche	Asset Management
Sitz der Gesellschaft	Cayman Islands
Internet	www.abcapman.com
Ausstehende Aktien	50 Mio. Stück
Marktsegment	London AIM
Marktkapitalisierung	110 Mio. Euro

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (1 Monat)	4,18 Euro / 2,52 Euro
Performance (1 Monat)	-35 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 550 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006e	2007e
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	9,90	30,50	31,7	39,1
EpS* (EUR)	0,12	0,31	0,32	0,38
Dividende je Aktie (EUR)	-	-	-	-
KUV	13,4	4,3	4,2	3,4
KGv*	22,1	8,5	8,4	7,1
Dividendenrendite	-	-	-	-

Unternehmensprofil

Manager von Hedgefonds

Die Absolute Capital Management (ACM) hat sich auf das Management von Hedgefonds spezialisiert. Das Unternehmen geht zurück auf die FM Fund Management, unter der der bekannte deutsche Investor Florian Homm im Jahr 2002 seinen viel beachteten Hedgefonds „Absolute Return Europe Fund“ sowie in den Folgejahren drei weitere Fonds auflegte. In 2005 wurden die vier Hedgefonds der FM dann in die von Homm und seinem langjährigen Geschäftspartner Sean Ewing neu gegründete ACM eingebracht. Anfang März 2006 erfolgte der Börsengang an das Wachstumssegment AIM der Londoner Börse, kurz danach wurde der Zweithandel an der Frankfurter Börse aufgenommen. Homm und Ewing, die auch den Vorstand der ACM bilden, besitzen mit zwei Dritteln der Anteile weiterhin einen beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen.

Dreistöckige Struktur

Die Struktur der ACM ist dreistöckig angelegt: Die Muttergesellschaft Absolute Capital Management Holding mit (steuerfreiem) Sitz auf den Cayman Islands fungiert als Investment Manager, der die Hedgefonds leitet und die Anlagestrategien ausführt und kontrolliert. Darunter befindet sich die 100-prozentige Tochter Absolute Capital Management (UK), die als Investment Advisor der Fonds mit jeweils einem Team aus Lead Manager und Analysten die Dispositionen im Rahmen der Anlagestrategie vorschlägt. Wiederum als deren 100-prozentige Tochter ist die Absolute Capital Management (Spain) für das Fund Research zuständig und unterstützt die ACM (UK) durch entsprechende Analysen bei der Entwicklung der Anlagestrategie. Die Mitarbeiterzahl der ACM-Gruppe beläuft sich (einschließlich freiberuflicher Berater) auf 31, darunter allein 19 Analysten.

6 Fonds mit über 800 Mio. Euro Volumen

Aktuell managt die ACM sechs Hedgefonds, die allesamt an der Irischen Börse notiert sind. Das Fondsvolumen hat sich in den letzten beiden Jahren mehr als vervierfacht auf nunmehr über 800 Mio. Euro, die für mehr als 200 institutionelle Investoren sowie ausgewählte vermögende Privatpersonen verwaltet werden. Nahezu ihre gesamten Erträge erwirtschaftet die ACM über die Fondsgebühren, die mit einer volumenabhängigen Management-Fee von 2 Prozent sowie einer erfolgsabhängigen Performance-Fee von 20 Prozent im Rahmen des für Hedgefonds Branchenüblichen liegen. Entsprechend dem starken Volumenwachstum haben sich auch die Geschäftszahlen der ACM in den letzten Jahren ausgesprochen dynamisch entwickelt, wie die folgende Tabelle zeigt:

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2003	Δ	2004	Δ	2005
Umsatz (Mio. EUR)	3,8	260,5%	9,9	308,1%	30,5
- davon Management-Fee (Mio. EUR)	0,8	462,5%	3,7	235,1%	8,7
- davon Performance-Fee (Mio. EUR)	3,0	206,7%	6,2	351,6%	21,8
Gewinn (Mio. EUR)	2,7	214,8%	5,8	270,7%	15,7

Zwischen 2003 und 2005 haben sich die Umsatzerlöse in etwa verachtfacht. Besonders auffällig ist der hohe Umsatzanteil der Performance-Fee, der aus der außergewöhnlich guten Renditeentwicklung der Fonds resultiert (s. Kapitel „Fondsportfolio“). Ebenfalls bemerkenswert ist die hohe Umsatzrendite, die in den drei letzten Jahren jeweils über 50 Prozent lag. Das verdeutlicht, dass ACM beim Fondsvolumen bereits eine „kritische Masse“ erreicht hat, bei der sich erhebliche Skaleneffekte einstellen.

Fondsportfolio

Hedgefonds nicht besonders riskant

Der Begriff „Hedgefonds“ darf nicht missverstanden werden. Entgegen dem durch manche Medienberichte suggerierten Bild verfolgen Hedgefonds grundsätzlich keine besonders riskante Anlagestrategie. Im Gegenteil: Durch den Einsatz von Short-Geschäften, die Möglichkeit der Hebelung sowie eine hohe Flexibilität bei der Wahl der Länder, Branchen, Unternehmen und Anlageinstrumente können Hedge-Strategien in allen Marktphasen – also auch in fallenden Märkten – eine positive Rendite bei gleichzeitig begrenztem Risiko („to hedge“ = „begrenzen“) erzielen. Diese Vorgabe liegt auch der „Absolute-Return“-Strategie der ACM-Fonds zugrunde und wird von diesen in eindrucksvoller Weise umgesetzt. So weisen die meisten ACM-Fonds eine Sharpe-Ratio, die das Verhältnis von Rendite zu Risiko (gemessen in Volatilität) ausdrückt, von über 4 auf, während das Gros der Investmentfonds nicht mal einen Wert von 3 erreicht.

Schwerpunkt Europa

Der regionale Anlageschwerpunkt der ACM-Fonds liegt auf Europa. Sämtliche Fonds tätigen Long- und Short-Investments, die mittels Fundamentalanalyse ausgewählt und über eine rigide Stop-Loss-Politik abgesichert werden. Im folgenden werden die einzelnen Fonds des ACM-Portfolios kurz vorgestellt (Kennzahlen per 31. März 2006):

- *Der Absolute Return Europe Fund (ARE)* investiert in europäische Aktien aller Größenklassen. Er ist der älteste und mit einem Volumen von 334 Mio. Euro größte Fonds im Portfolio von ACM. Seit seiner Auflage im März 2002 hat er eine Wertsteigerung von über 100 Prozent erzielt und dabei nur in einem einzigen Monat eine negative Rendite ausweisen müssen. Der Vergleichsindex (CSFB-Tremont Long/Short Equity) hat im selben Zeitraum 11 Monate im Minus geschlossen und eine um ein Drittel niedrigere Rendite erzielt.
- *Der European Catalyst Fund (ECF)* investiert „event-driven“, d.h. in Spezialsituationen wie etwa Übernahme- oder Turn-around-Kandidaten. Er wurde im Oktober 2003 aufgelegt und ist mit einem Volumen von 187 Mio. Euro der zweitgrößte ACM-Fonds. Seit seiner Gründung hat er knapp 75 Prozent Gewinn erzielt, fast doppelt so viel wie der Ver-

gleichsindex (CSFB-Tremont Event-driven). Da sich seine ereignisbezogene Anlagestrategie nur bis zu einer gewissen Größenordnung effektiv umsetzen lässt, nimmt der Fonds mittlerweile keine Zeichnungen mehr an.

- Der *Absolutely Germany Fund (AGF)* wurde im Januar 2004 gegründet und investiert ausschließlich in deutsche Aktien. Seit der Auflage hat er gut zwei Drittel an Wert zugelegt und lediglich in einem Monat eine negative Performance ausweisen müssen. Im Gegensatz zu den anderen Fonds wird er nicht allein von ACM gemanagt, sondern in Kooperation mit der deutschen Firma Frankfurt Performance Management (FPM), die als Co-Advisor für das Investment Research zuständig ist. Nachdem sich das Volumen in zwei Jahren verzehnfacht hatte, wurde auch dieser Fonds für Neuzeichner geschlossen.
- Der *Absolute East West Fund (AEW)* sowie der *Absolute Octane Fund (AOF)* wurden beide erst im Juli 2005 aufgelegt, verwalten jedoch schon ein Vermögen von 48 Mio. bzw. 85 Mio. Euro. Der AEW investiert vornehmlich in osteuropäische Werte und hat damit in den letzten 9 Monaten einen Wertzuwachs von 23 Prozent erzielt. Der AOF investiert weltweit in alle Assetklassen und verfügt über ein etwas höheres Risikoprofil als die anderen ACF-Fonds. Seit der Auflage hat der AOF bereits 65 Prozent an Wert zugelegt.
- Der *Absolute Large Cap Fund (ALC)* schließlich wurde erst im Februar 2006 gegründet und verfügt daher noch nicht über einen aussagekräftigen Track-Record. Allerdings konnte er seit Auflage bereits über 20 Mio. Euro an Mitteln einwerben und hat bis zum 31. März eine Performance von 12 Prozent erzielt.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau der ACM ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Hedgefonds boomen weltweit

Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass sich ACM mittel- bis langfristig in einem sehr wachstumsträchtigen Umfeld bewegt. Zwar kommt die Nachfrage nach Hedgefonds in Deutschland nur schleppend in Gang, da deren Auflage hierzulande erst seit Anfang 2004 gesetzlich zulässig ist und seitdem einige kritische Medienberichte für Verunsicherung unter potenziellen Investoren sorgten. International jedoch erlebt Branche bereits seit langem einen Boom. So hat sich das weltweite Hedgefonds-Volumen in den letzten 10 Jahren etwa verfünffacht auf eine Billion US-Dollar (Quelle: VAN Hedge Fund Advisors, 2005). Für die

nächsten 10 Jahre wird eine weitere Versechsfachung prognostiziert, was vor dem Hintergrund eines Anteils des Hedgefonds-Vermögens von nur gut 1 Prozent an der Gesamtkapitalisierung der weltweiten Aktien- und Anleihenmärkte (Quelle: Bundesverband dt. Banken, Juli 2005) durchaus plausibel erscheint.

**Modellhafter
Geschäftsverlauf**

Ausgehend von diesen Rahmenbedingungen antizipieren wir die künftige Geschäftsentwicklung von ACM durch modellhafte Fortschreibung der für eine Fondsmanagement-Gesellschaft wichtigsten Wachstumsfaktoren Mitteleinwerbung und Performance. Da ACM im ersten Quartal 2006 einen weiteren starken Mittelzufluss von rd. 80 Mio. Euro sowie eine Durchschnittsperformance seiner Fonds von fast 9 Prozent erreichen konnte, erscheint unsere Taxe von 100 Mio. Euro Mittelzufluss und 10 Prozent Performance für das Gesamtjahr 2006 fast etwas zu vorsichtig. Damit tragen wir jedoch der zuletzt scharfen Korrektur der Aktienmärkte Rechnung, durch die vermutlich auch ACM an Geschäftsdynamik einbüßen wird. Für die folgenden Jahre bleiben wir konservativ und schmelzen den Mittelzufluss zunächst auf jährlich 10 Prozent und dann auf 5 Prozent, bezogen auf das Fondsvolumen zu Jahresanfang, ab. Die von allen ACM-Fonds erwirtschaftete Performance belassen wir über den gesamten Planungszeitraum bei 10 Prozent p.a., was nur knapp über dem langfristigen Durchschnitt der Aktienmärkte und deutlich unter dem bisherigen Track-Record sowie den Zielvorgaben der ACM-Fonds liegt. Die Nettorendite reduzieren wir sukzessive bis auf 36 Prozent, weil ACM zum einen mit steigendem Fondsvolumen naturgemäß auch weniger lukrative Trades durchführen müssen und zum anderen künftig mehr Fonds zusammen mit einem Co-Advisor betreiben will, dem dann ein Teil der Fondsgebühren zusteht. Ab 2014 unterstellen wir eine konstante Unternehmensentwicklung mit einem jährlichen Ertragswachstum von 2 Prozent („ewiges Wachstum“). Zusammenfassend ergibt sich unter diesen (überschlägigen) Annahmen der folgende Geschäftsverlauf:

Geschäftsjahr (31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Mitteleinwerbung	15%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
Performance	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Fondsvolumen (Mio.)	886	1.071	1.296	1.497	1.730	1.998	2.307	2.665
Management-Fee (Mio.)	17,7	21,4	25,9	29,9	34,6	40,0	46,1	53,3
Performance-Fee (Mio.)	14,0	17,7	21,4	25,9	29,9	34,6	40,0	46,1
Umsatz (Mio.)	31,7	39,1	47,4	55,9	64,5	74,5	86,1	99,4
Umsatzwachstum		23%	21%	18%	16%	16%	16%	16%
Umsatzrendite	50,0%	48,0%	46,0%	44,0%	42,0%	40,0%	38,0%	36,0%
Gewinn (Mio.)	15,9	18,8	21,8	24,6	27,1	29,8	32,7	35,8
Gewinnwachstum		18%	16%	13%	10%	10%	10%	9%

**Diskontierungszins
11,8 %**

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,8

Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für das systematische Unternehmensrisiko ist eine statistische Ermittlung des Betafaktors wegen der erst kurzen Börsennotierung der ACM nicht aussagekräftig. Daher orientieren wir uns an fundamentalen Faktoren und halten wegen der prinzipiell hohen Zyklik der Finanzdienstleistungsbranche sowie der noch geringen Unternehmensgröße von ACM einem Beta-Faktor von 1,5 für angemessen. Auf Grundlage dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 11,8 Prozent.

*Fairer Wert von 5,71
Euro je Aktie*

Durch Abzinsung der oben abgebildeten Planerträge ergibt sich ein fairer Unternehmenswert der ACM von 285,5 Mio. Euro respektive 5,71 Euro je Aktie. Das entspricht – trotz eher vorsichtiger Annahmen – einem Aufwärtspotenzial von 115 Prozent gegenüber dem aktuellen Kursniveau. Untermuert wird der Eindruck einer deutlichen Unterbewertung durch die Betrachtung des KGV, das auf Basis unserer Ertragsprognosen mit Werten von 8,4 für 2006 und 7,1 für 2007 ebenfalls sehr niedrig erscheint. Zu beachten ist schließlich auch die potenziell hohe Ausschüttungsfähigkeit des Unternehmens, da das Fondsmanagement prinzipiell keine großen Investitionen erfordert. Würde ACM beispielsweise in 2006 oder 2007 nur die Hälfte seiner Gewinne ausschütten, so ergäbe sich für das betreffende Jahr eine Dividendenrendite von 6,0 bzw. 7,2 Prozent.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

ACM bewegt sich in einem wachstumsträchtigen Markt und verfügt durch den mittlerweile beeindruckenden Track-Record über eine aussichtsreiche Wettbewerbsposition. Sollte das Unternehmen auch in den nächsten Jahren die überdurchschnittliche Performance seiner Fonds fortsetzen können, rechnen wir mit einer weiterhin dynamischen Umsatz- und Gewinnentwicklung. Da wir schon auf Basis eher konservativer Annahmen ein hohes Kurspotenzial ermittelt haben, stufen wir die ACM-Aktie derzeit mit dem Anlageurteil „Kaufen“ ein.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Oliver Franz (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 5)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.