

Akt. Kurs (24.11.08, 09:25, Xetra): 7,49 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **8,20 (9,50) EUR**

Branche: Konsum (Friseurkette)
Land: Deutschland
ISIN: DE0006610314
Reuters: EHXG.DE
Bloomberg: EHX

Kurzbeschreibung

Die Essanelle Hair Group ist mit über 600 Salons nach eigenen Angaben das größte Friseurunternehmen Deutschlands.

Anlagekriterien

Drittes Quartal nicht von eingetrübtem Konsumklima beeinträchtigt

Essanelle steigerte im dritten Quartal 2008 den Umsatz um 4,5 Prozent auf 32,2 (Vj. 30,8) Mio. Euro. Dies werten wir vor dem Hintergrund der nach wie vor schwierigen Lage im deutschen Einzelhandel als zufriedenstellend. Der deutsche Einzelhandel hatte nach Daten eines Marktforschungsinstitutes im Oktober 2008 den fünften Monat in Folge einen Umsatzrückgang gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen.

Auf der Kostenseite machte sich die um 38 auf 660 (622) erhöhte Anzahl an Salons bemerkbar. Der Sonstige Aufwand legte in diesem Zusammenhang deutlich um ein Drittel auf 3,4 (2,6) Mio. Euro zu. In dieser GuV-Position werden u.a. Werbungs-, EDV- und Beratungskosten verbucht. Der Materialaufwand sank hingegen um ein Fünftel auf 2,2 (2,8) Mio. Euro. Der Personalaufwand nahm aufgrund der weiteren Expansionsstrategie und Tarifierhöhungen um 3,6 Prozent auf 17,8 (17,2) Mio. Euro zu. Insgesamt führte dies in Q3 zu einem Rückgang des EBIT um 4,4 Prozent auf 1,46 (1,52) Mio. Euro.

Der Jahresüberschuss nach Steuern verschlechterte sich um etwas mehr als ein Viertel auf 0,58 (0,82) Mio. Euro. Die Gründe lagen in einem positiven steuerlichen Sondereffekt im Vorjahresquartal. Während sich somit das Finanzergebnis auf 141 (249) TEUR fast halbierte, erhöhte sich die Steuerquote auf Quartalsbasis auf 55 (40) Prozent, was jedoch unseres Erachtens nicht überinterpretiert werden sollte.

Insgesamt werten wir die Zahlen aufgrund der schwierigen Lage des deutschen Einzelhandels als zufriedenstellend. Die leicht hinter unseren Erwartungen zurückgebliebenen Erfolgskennziffern sollten sich auf Ganzjahresbasis auf dem erwarteten Niveau einpendeln.

Neunmonatszahlen im Rahmen unserer Erwartungen

Auf Neunmonatsbasis steigerte Essanelle seinen Umsatz um 5,6 Prozent auf 95,8 (Vj. 90,7) Mio. Euro. Dieses Wachstum konnte jedoch aufgrund steigender Kosten im Berichtszeitraum noch nicht in Ergebniswachstum transformiert werden, da in einigen Aufwandspositionen Vorlaufkosten der Expansion enthalten waren, deren positive Auswirkungen sich erst mit einer gewissen Zeitverzögerung in den Erfolgskennziffern zeigen.

In den einzelnen Positionen machte sich diese Entwicklung insbesondere im Sonstigen betrieblichen Aufwand bemerkbar, der um ein Fünftel auf 9,6 (7,9) Mio. Euro anwuchs. Der größte Kostenblock Personal stieg mit 3,8 Prozent auf 52,5 (50,6) Mio. Euro unterproportional, so dass die Personalkostenquote sogar auf 54,8 (55,8) Prozent zurück ging. Der Materialaufwand stagnierte hingegen bei 8,2 (8,1) Mio. Euro. Wir erklären dies mit der abgenommenen relativen Bedeutung des gegenüber den anderen Formaten materialintensiveren Konzeptes „essanelle – Ihr Friseur“.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	10,02 €	6,52 €
Aktueller Kurs:	7,49 €	
Aktienzahl ges.:	4.595.044	
Streubesitz:	10,2%	
Marktkapitalis.:	34,4 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	118	123	132	138
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	6,1	6,1	6,7	7,2
<i>bisher</i>	---	---	7,0	7,5
Jahresüb.	2,9	4,6	3,6	3,9
<i>bisher</i>	---	---	3,8	4,1
Erg./Aktie	0,66	1,01	0,79	0,86
<i>bisher</i>	---	---	0,82	0,88
Dividende	0,00	0,50	0,50	0,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	11,3	7,4	9,4	8,7
Div.rendite	0,0%	6,7%	6,7%	6,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Das operative Ergebnis (EBIT) sank aufgrund der teilweise überproportionalen Kostensteigerungen leicht auf 4,2 (Vj. 4,3) Mio. Euro, wobei hier durch die Rundung ein stärkerer Rückgang als auf absoluter Zahlenbasis (28 T€) suggeriert wird.

Während sich das Finanzergebnis auf minus 0,4 (0,5) Mio. Euro verbesserte, verzeichnete Essanelle beim Steueraufwand eine Zunahme um 16 Prozent auf 1,7 (1,5) Mio. Euro oder 46 (40) Prozent. Der Jahresüberschuss nach Steuern sank demnach um 8,6 Prozent auf 2,1 (2,3) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,45 (0,50) Euro einher ging.

Insgesamt lagen die Zahlen operativ einen Tick unter unseren Erwartungen, was durch die steuerlichen Effekte allerdings überzeichnet wird. Wir glauben jedoch, dass sich diese auf Ganzjahresbasis wieder vermindern.

Stammmarke „essanelle – Ihr Friseur“ vor Repositionierung

Auf der Segmentebene setzte sich die seit geraumer Zeit zu beobachtende Entwicklung zu Gunsten der jüngeren wachstumsräftigeren Konzepte fort. Die Stammmarke „essanelle – Ihr Friseur“ verzeichnete ein Umsatzminus von 3,1 Prozent auf 49,0 (50,5) Mio. Euro. Diese Entwicklung möchte das Management jedoch nunmehr stoppen, um über eine Neupositionierung der nach wie vor größten Vertriebslinie auch die Kernmarke wieder auf Wachstumskurs zu trimmen.

Bislang hatten wir den Eindruck, dass dieser Rückgang im Geschäftsplan des Konzerns eingeplant ist. Ob zu der ins Auge gefassten höherwertigen Positionierung von „essanelle – Ihr Friseur“ im Dienstleistungsspektrum des Konzerns auch die Ergänzung um artverwandte Dienstleistungen wie beispielsweise das Naildesign und Kosmetik gehört, wurde von Essanelle bisher noch nicht kommuniziert.

Allerdings soll nach unserem Eindruck das Niveau der Luxusmarke „JT by essanelle“ im Rahmen dieses „Upgrades“ nicht erreicht werden, so dass dies weiterhin das prestigeträchtige Format für Standorte wie das KDW in Berlin oder das Alsterhaus in Hamburg bleiben wird. Insofern werten wir den leichten Umsatzrückgang von 5,1 Prozent auf 3,1 (3,3) Mio. Euro im kleinsten Essanelle-Segment nicht dramatisch.

Junge Formate glänzen weiterhin mit hohen Wachstumsraten

Wie zuletzt gewöhnt konnten die sich an junge bzw. preissensitive Kunden wendenden Kunden mit weiter hohe bzw. überproportionale Wachstumsraten aufweisen. Spitzenreiter war erneut das preisaggressive Format „TOP TEN“, welches seinen Umsatz um die Hälfte auf 4,4 (2,8) Mio. Euro steigerte.

„Hair Express“ legte um ein Viertel auf 19,7 (15,9) Mio. Euro zu. „Super Cut“ steigerte seinen Umsatz um 5,5 Prozent auf 15,3 (14,5) Mio. Euro. Die auf den Verkauf von Friseurprodukten spezialisierte Vertriebslinie „Beauty Hair Shop“ wuchs auf der Umsatzseite mit einem Plus von fast einem Fünftel auf 4,3 (3,6) Mio. Euro ebenfalls recht deutlich.

GSC Schätzungen geringfügig nach unten angepasst

Essanelle bekräftigte im Rahmen seines Neunmonatsberichtes seine für 2008 kommunizierte Prognose. Danach will das Düsseldorfer Unternehmen weiterhin ein Umsatzwachstum in einer Bandbreite von 5 bis 10 Prozent bei einem

überproportionalen Ergebniswachstum realisieren. Diese wurde jetzt auf 10 Prozent quantifiziert. Wir behalten unsere eigenen Schätzungen daher auf der Umsatzseite bei, haben unsere Gewinnreihe jedoch leicht reduziert.

Im Einzelnen rechnen wir unverändert mit einem Umsatz von 132 Mio. Euro. Für das EBIT gehen wir nun von 6,7 (bisher 7,0) Mio. Euro aus. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte sich auf 3,6 (3,8) Mio. Euro belaufen, was einen Gewinn je Aktie von 0,79 (0,82) Euro bedeuten würde. Unsere Dividendenschätzung für 2008 haben wir mit 0,50 Euro auf dem Niveau der Ausschüttung für 2007 belassen.

Für das Jahr 2009 haben wir unsere Prognosen an den Basiseffekt aus 2008 angeglichen und rechnen bei einem unveränderten Umsatz von 138 Mio. Euro jetzt mit einem EBIT von 7,2 (bisher 7,5) Mio. Euro. Daraus sollte ein Gewinn nach Steuern und Anteilen Dritter von 3,9 (4,1) Mio. Euro bzw. 0,86 (0,88) Euro je Aktie resultieren. Unsere Dividendenschätzung von 0,50 Euro bleibt unverändert.

Insgesamt impliziert unsere Prognose, dass der teilweise Wegfall der Kosten für die im laufenden Jahr vollzogene Expansion in 2009 zu verbesserten Margen führt, was die Negativ-Effekte aus der eingetrübten konjunkturellen Lage dämpfen sollte. Zudem profitiert Essanelle hier von seinem verstärkten Fokus auf die preisbewusste Klientel.

Bewertung

Unsere Peer Group haben wir aus deutschen Einzelhandelsunternehmen (Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hornbach-Baumarkt, Metro und Praktiker) und der US-Friseurkette Regis als einzigem unmittelbar vergleichbaren Unternehmen an der Börse gebildet.

Auf Basis unserer Gewinnschätzung für 2009 von 0,86 Euro je Aktie und dem durchschnittlichen KGV der Peer Group von 8,4 (bisher 2008e: 12,6) sowie eines Abschlags von 20 Prozent aufgrund der gegenüber den Peer-Group-Firmen deutlich geringeren Größe von Essanelle kommen wir zu einem fairen Wert von 5,77 (8,87) Euro. Der deutlich niedrigere Wert hat seine Ursache in der aktuell sehr vorsichtigen Betrachtung konsumorientierter Aktien.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen von Essanelle haben wir uns zusätzlich für die Bewertung anhand eines DCF-Modells entschieden. Unsere Berechnung (Ausgangs-Cash Flow 2,0 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,13%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen einen fairen Wert von 10,62 (10,17) Euro. Dieser höhere Wert resultiert aus dem seit unserer letzten Analyse deutlich gesunkenen Zinsniveau.

Als Kursziel der Aktie legen wir den Mittelwert aus Peer-Group- und DCF-Bewertung zugrunde. Damit bilden wir einerseits die Abhängigkeit vom deutschen Einzelhandel und Konsumklima ab, tragen auf der anderen Seite aber auch der Fähigkeit von Essanelle Rechnung, ähnlich wie die Lebensmittel-discounter von diesem schwierigen Umfeld zu profitieren.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit 8,19 (bisher 9,52) Euro, so dass wir unser Kursziel auf 8,20 (9,50) Euro herabsetzen. Dieser zurückgenommene Wertansatz hat jedoch fast ausschließlich kapitalmarkttechnische Gründe. Die im Moment etwas in den Hintergrund getretene nach wie vor latente Squeeze-Out-Fantasie sollte in dieser Hinsicht aber kursstabilisierend wirken.

Fazit

Essanelle meldete auf Neunmonatsbasis erneut solide Zahlen. Während die Squeeze-Out-Fantasie wie von uns erwartet derzeit in den Hintergrund tritt, ist die Neu-Positionierung der Kernmarke „essanelle – Ihr Friseur“ im Moment das wichtigste hausinterne Thema. In welcher Form diese umgesetzt wird und wie sich diese Maßnahmen auf das Ergebnis auswirken werden, erachten wir als spannende strategische Frage im Essanelle-Konzern.

Dank der guten Zahlen und der soliden Aufstellung des Unternehmens konnte sich die Aktie in den letzten Monaten vom sehr schwachen Gesamtmarkt abkoppeln und behauptete weitgehend das Kursniveau zum Zeitpunkt unseres letzten Updates. Durch das deutlich gesunkene Bewertungsniveau der Peer Group hat sich das Kurspotenzial jedoch verkleinert, obwohl wir unsere Ergebnisprognosen nur geringfügig angepasst haben.

Daher handelt es sich bei der Essanelle-Aktie im Moment insgesamt um einen stabilen Investment-Case, bei dem Chancen und Risiken weitgehend ausgewogen sind. Stützend wirkt zudem die Dividendenrendite von immerhin 6,7 Prozent. Wir stufen die Aktie daher aktuell als Halteposition ein.

Gewinn- und Verlustrechnung

Essanelle										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
Umsatzerlöse	117,5	100,0%	123,1	100,0%	132,0	100,0%	138,0	100%	144,2	100%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		7,2%		4,5%		4,5%	
Materialaufwand	10,8	9,2%	11,2	9,1%	11,5	8,7%	11,9	8,6%	12,3	8,5%
Veränderung zum Vorjahr			3,6%		2,5%		3,3%		3,3%	
Personalaufwand	65,5	55,8%	68,3	55,5%	72,3	54,8%	75,8	54,9%	79,3	55,0%
Veränderung zum Vorjahr			4,3%		5,9%		4,7%		4,7%	
Mieten und Mietnebenkosten	21,7	18,5%	22,9	18,6%	24,6	18,6%	25,5	18,5%	26,7	18,5%
Veränderung zum Vorjahr			5,3%		7,2%		4,0%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-8,8	-7,5%	-9,6	-7,8%	-11,7	-8,9%	-12,1	-8,8%	-12,5	-8,7%
Veränderung zum Vorjahr			8,9%		22,4%		3,4%		3,3%	
EBITDA	10,6	9,1%	11,1	9,0%	11,9	9,0%	12,7	9,2%	13,4	9,3%
Veränderung zum Vorjahr			4,4%		7,0%		6,9%		5,6%	
Abschreibungen	4,6	3,9%	5,0	4,1%	5,2	3,9%	5,5	4,0%	5,8	4,0%
Veränderung zum Vorjahr			9,1%		4,0%		6,2%		4,5%	
EBIT	6,1	5,2%	6,1	5,0%	6,7	5,1%	7,2	5,2%	7,6	5,3%
Veränderung zum Vorjahr			0,8%		9,5%		7,4%		6,5%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,7%	-0,7	-0,6%	-0,6	-0,5%	-0,6	-0,4%	-0,6	-0,4%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	5,3	4,5%	5,4	4,4%	6,1	4,6%	6,6	4,8%	7,0	4,9%
Steuerquote	45,0%		14,8%		40,0%		40,0%		40,0%	
Ertragssteuern	2,4	2,0%	0,8	0,6%	2,4	1,8%	2,6	1,9%	2,8	2,0%
Jahresüberschuss	2,9	2,5%	4,6	3,7%	3,6	2,8%	3,9	2,9%	4,2	2,9%
Veränderung zum Vorjahr			59,3%		-20,7%		8,2%		7,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,9	2,5%	4,6	3,7%	3,6	2,8%	3,9	2,9%	4,2	2,9%
Veränderung zum Vorjahr			59,3%		-20,7%		8,2%		7,1%	
Anzahl der Aktien	4,464		4,535		4,595		4,595		4,595	
Gewinn je Aktie	0,66		1,01		0,79		0,86		0,92	

Aktionärsstruktur

Klier GmbH	89,76%
Streubesitz	10,24%

Termine

Ende März 2009	Geschäftsbericht 2008
Anfang April 2009	Bilanzpressekonferenz
Ende Mai 2009	Bericht Quartal I 2009
Mitte Juni 2009	Hauptversammlung
Mitte August 2009	Bericht Quartal II 2009
Mitte November 2009	Bericht Quartal III 2009

Kontaktadresse

Essanelle Hair Group AG
Niederkasseler Lohweg 20
D-40547 Düsseldorf

Internet: <http://www.essanelle-hair-group.de>

Ansprechpartner Investor Relations:

Michael Müller (Haubrok Investor Relations)

Tel.: +49 (0) 211 / 30126 - 0
Fax: +49 (0) 211 / 30126 - 172
Email: investor@essanelle-hair-group.com

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
11.09.2008	8,23 €	Kaufen	9,50 €
17.03.2008	8,90 €	Halten	10,00 €
06.12.2007	8,75 €	Kaufen	10,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Essanelle Hair Group AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.