

Essanelle Hair Group AG

Stärken und Chancen

- *Steigende Profitabilität:* Nach dem Turnaround im Jahr 2003 konnte der Vorsteuergewinn im letzten Geschäftsjahr um 200 Prozent auf 1,8 Mio. Euro gesteigert werden. Für die laufende Periode erwartet das Management auch bedingt durch die Umstellung auf IFRS erneut ein hohes Wachstum beim Ergebnis.
- *Verbesserung der Bilanzstruktur:* Durch einen Abbau der Bankverbindlichkeiten um 11,1 Mio. Euro auf 9,4 Mio. Euro zum Bilanzstichtag erhöht sich der finanzielle Spielraum des Unternehmens. Parallel verbesserte sich die Eigenkapitalquote auf 26,5 Prozent. Ende 2005 dürfte der Wert über 30 Prozent liegen.
- *Neueröffnungen bringen Wachstum:* Nach der erfolgreichen Sanierung werden im laufenden Jahr 20 bis 30 Salons der wachstumsstarken Konzepte Hair-Express und Super Cut eröffnet. Ab 2006 sollen jährlich rund 50 neue Filialen hinzukommen.

Schwächen und Risiken

- *Schwache Binnenkonjunktur:* Die Essanelle Hair Group ist ausschließlich auf dem deutschen Markt tätig. Die schwache Konsumnachfrage bremst hier die Unternehmensentwicklung.
- *Dünne Marge:* Im personalintensiven Friseurgeschäft werden nur geringe Margen erwirtschaftet. Bei einer weiteren Eintrübung des Wirtschaftsklimas wäre ein Abrutschen in die Verlustzone nicht ausgeschlossen.

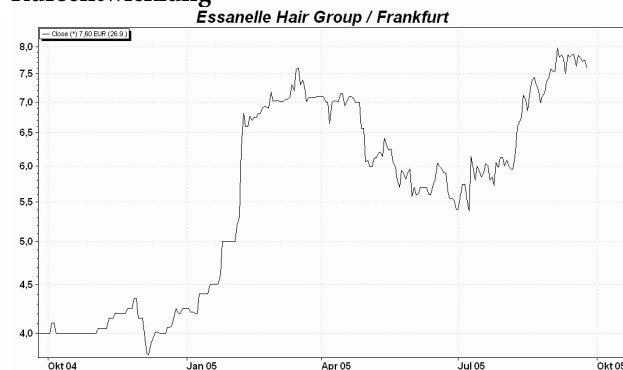
Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 7,70 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0006610314
Branche	Friseurhandwerk
Sitz der Gesellschaft	Düsseldorf
Internet	www.essanelle-hair-group.com
Ausstehende Aktien	4,5 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juni 2001
Marktsegment	Prime Standard (ab 15.09.05)
Marktkapitalisierung	34,7 Mio. Euro
Free Float	ca. 65 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (3 Monate)	7,97 Euro / 5,50 Euro
Performance (3 Monate)	30,1 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 171 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2004	2005(e)	2006(e)
Gesamterlöse (Mio. EUR)	114,7	114,1	118,1
EpS (EUR)*	0,33	0,71	0,80
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-
KUV	0,30	0,30	0,29
KGV	23,1	10,8	9,6

*Bis 2004 HGB, ab 2005 nach IFRS

Disclaimer

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH (im folgenden Performaxx) für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt Performaxx jedoch keine Gewähr. Die Essanelle Hair Group AG ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch Performaxx haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

Performaxx und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

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.

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. 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.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Unternehmensprofil

Unternehmenswurzeln in den USA

Die Essanelle Hair Group ist nach eigenen Angaben einer der führenden Anbieter für Friseurdienstleistungen auf dem deutschen Markt. Der Ursprung des Unternehmens geht auf eine gleichnamige Unternehmensgründung in den USA im Jahr 1914 zurück. Die Deutschlandaktivitäten der amerikanischen Essanelle-Gruppe wurden Anfang der neunziger Jahre aus dem Verbund herausgelöst und 1998 über ein Management-Buy-Out in ein eigenständiges Unternehmen umgewandelt. Drei Jahre später erfolgte im Rahmen des Börsengangs die Umfirmierung der GmbH zur Aktiengesellschaft.

Filial- und Franchise- geschäft

Das Kerngeschäft der Düsseldorfer Unternehmung besteht aus dem Betrieb von Friseursalons sowie von Shops für den Verkauf von Haarpflegeprodukten. Im Geschäftsjahr 2004 gehörten 530 Filialen zum Konzern, ein leichtes Plus von 0,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Neben den unternehmenseigenen Ablegern ist Essanelle auch mit 100 Prozent an der Coiffure Franchise System GmbH beteiligt, über die 45 Franchisesalons unter dem Label mod`s hair betreut werden.

Größter deutscher Anbieter

Mit einem Umsatz von 114,7 Mio. Euro bezeichnet sich das Unternehmen selbst als umsatzstärksten Friseurfilialisten auf dem deutschen Markt. Über Auslandsaktivitäten verfügen die Rheinländer derzeit nicht, nachdem im Jahr 2002 ein Expansionsversuch auf dem polnischen Markt beendet wurde. Die derzeit 3.686 Mitarbeiter der Gesellschaft wickeln rund 7 Mio. Kundenbesuche pro Jahr ab und erwirtschaften so ca. 200 Tsd. Euro pro Salon. Damit liegt Essanelle deutlich über dem Marktdurchschnitt, der sich auf etwa 90 Tsd. Euro je Einheit beläuft.

Fünf Salonmarken unter einem Dach

Das Unternehmen tritt am Markt nicht mit einem einheitlichen Erscheinungsbild auf, sondern hat das Angebot nach den Ansprüchen unterschiedlicher Zielgruppen differenziert. Neben der Stammmarke „Essanelle – Ihr Friseur“, die insbesondere die Lauf- und Stammkundschaft in Warenhäusern betreut und mit Erlösen von 76 Mio. Euro 2004 nach wie vor den Großteil des Konzernumsatzes erwirtschaftete (66 Prozent), wurden vier weitere Salonkonzepte etabliert. Die anspruchsvolle Kundschaft im oberen Preissegment wird dabei einerseits von 16 Filialen unter der Marke Jürgen Tröndle by essanelle mit Betriebsstätten an so exklusiven Orten wie z.B. dem Berliner KaDeWe bedient und andererseits von dem Franchisesystem mod`s hair angesprochen. Die anderen Konzepte setzen dagegen an relativ neuen Trends an. Während HairExpress Basisdienstleistungen für eine preissensitive Kundschaft bietet, wurde mit Super Cut ein eigenständiges Design speziell für den Geschmack der 14-29 Jährigen entwickelt. Als Ergänzung zum Salongeschäft betreibt Essanelle darüber hinaus Beauty Hair Shops, in denen Produkte rund um die Haarpflege verkauft werden.

Markt und Strategie

Konsumflaute beeinträchtigt Marktentwicklung

Die Anbieter von Friseurdienstleistungen leiden besonders unter den schwachen Konsumausgaben. Nach einer Erhebung des Zentralverbandes des Deutschen Friseurhandwerks sanken die Branchenumsätze 2004 parallel zur Konsumflaute zum vierten Mal in Folge. Als Hoffnungsschimmer bleibt dabei, dass der Rückgang mit 2,5 Prozent deutlich unter der Rate der beiden Vorjahre (4,5 und 4 Prozent) lag. Im laufenden Jahr dürfte sich der Markt trotzdem bestenfalls konstant entwickeln, wahrscheinlicher ist eine erneute leichte Erlösminderung.

Zersplitterter Markt

Trotz sinkender Umsätze ist die Zahl der Friseursalons um 0,3 Prozent auf 66.259 gestiegen. Der hohe Anteil von 56.937 eigenständigen Unternehmen – gegenüber 9.494 Filialen – verdeutlicht, dass der Markt nach wie vor von kleinen, inhabergeführten Anbietern geprägt ist. Dementsprechend kommt selbst Essanelle als umsatzstärkstes Unternehmen nach eigener Einschätzung lediglich auf einen Marktanteil von 2,0 Prozent. Nahezu gleichauf mit den Düsseldorfern dürfte deren größter Konkurrent, die Friseur Klier GmbH aus Wolfsburg, liegen. Anders als Essanelle bietet dieser seine Dienste aber nicht nur in Deutschland an, sondern betreibt rund 200 seiner 1000 Filialen in Österreich und Osteuropa. Konzeptionell hingegen ist Klier aufgrund seiner Mehrmarkenstrategie und der Konzentration auf stark frequentierte Standorte durchaus mit Essanelle vergleichbar. Ein direkter Konkurrenzdruck dürfte wegen der noch niedrigen Marktanteile derzeit nur gering sein.

Kleine Anbieter unter Druck

Stattdessen gewinnen die großen Filialisten weiter Marktanteile zu Lasten kleiner Anbieter. Essanelle profitiert dabei insbesondere von der erfolgreich umgesetzten Differenzierung des Angebots, mit der verschiedene Kundenschichten gezielt angesprochen werden. Hierdurch können unterschiedliche Konzepte gleichzeitig getestet und das Unternehmenswachstum über den Ausbau der erfolgreichen Anätze forciert werden. So setzt der Konzern aktuell auf eine weitere Expansion bei den wachstumsstarken Marken HairExpress (Umsatz 2004: + 12,6 Prozent) und Super Cut (+ 10,6 Prozent), während parallel unrentable Shops der Stammmarke Essanelle geschlossen oder in andere Konzepte umgewandelt werden.

Verkauf als weiterer Schwerpunkt

Darüber hinaus profitiert das Unternehmen von seiner Verhandlungsmacht und den Skaleneffekten beim Einkauf. Durch die starke Marktstellung ist Essanelle nicht an einen Hersteller von Haarprodukten gebunden, sondern kann das Sortiment verschiedener Produzenten sowie eigene Marken anbieten. Resultat ist ein mit 14,7 Prozent vergleichsweise hoher Umsatzanteil verkaufter Produkte. Da der Verkauf im Vergleich zu reinen Friseurdienstleistungen überdurchschnittliche Margen erzielt, soll das Geschäft, insbesondere über die Beauty Hair Shops, weiter ausgebaut werden.

Geschäftsentwicklung

Krise durch Überkapazitäten

Die wirtschaftliche Durststrecke nach der Jahrtausendwende hat Essanelle relativ unvorbereitet getroffen. Eine Überschätzung der Nachfrage führte in den Jahren 2001/02 zu unterausgelasteten Kapazitäten und deutlichen Verlusten. Dank eines strategischen Schwenks von Wachstum auf Profitabilität, verbunden mit der Schließung unrentabler Salons und einer Reduzierung der Mitarbeiterzahl, gelang 2003 mit einem EBT von 0,6 Mio. Euro der Turnaround.

Profitabilität weiter verbessert

Der positive Trend wurde im Geschäftsjahr 2004 fortgesetzt. Das Vorsteuerergebnis von 1,8 Mio. Euro lag deutlich über dem prognostizierten Wert von 1,0 Mio. Euro und rund 200 Prozent über dem Vorjahreswert. Dabei profitierte der Konzern von der weiteren Optimierung der operativen Aktivitäten, die sich zwischen 2002 und 2004 in einer Steigerung des Umsatzes pro Mitarbeiter um 3,2 Prozent niedergeschlagen hat. Darüber hinaus konnten dank eines hohen Free-Cash-Flows von 4,7 Mio. Euro die Bankverbindlichkeiten um 46 Prozent und damit auch die Zinsaufwendungen um 0,2 Mio. Euro reduziert werden.

Restrukturierung führt zu Umsatzrückgang

Während die Konsolidierung der Geschäftsaktivitäten auf der Ergebnisseite die gewünschten Erfolge gezeigt hat, führte sie bei den Erlösen zu einem geringfügigen Rückgang. Nach einem Minus von 2,5 Prozent im Jahr 2003 wurden allerdings bereits ein Jahr später mit 114,7 Mio. Euro nur noch 0,7 Prozent weniger umgesetzt als in der Vorperiode. Unter Berücksichtigung des Sondereffektes, dass nach einer dreijährigen Aufbauphase die letzten Läden der Kette mod's hair vollständig auf Franchising umgestellt wurden, nachdem zuvor noch 8 Salons in der Konzernverantwortung lagen, ergibt sich auf bereinigter Basis sogar ein leichtes Plus.

Zeichen stehen auf Wachstum

Nach der erfolgreichen Sanierung steht im laufenden Jahr wieder das Unternehmenswachstum auf der Agenda. Bis Anfang August wurden bereits 18 neue Salons eröffnet, so dass das kommunizierte Jahresziel von 20 bis 30 neuen Filialen mühelos erreicht werden dürfte. Die Expansion findet dabei vor allem bei den erfolgreichen Konzepten HairExpress und Super Cut statt, die im ersten Halbjahr erneut um 6,3 bzw. 4,7 Prozent gewachsen sind. Da die neuen Ableger erst 2006 die volle Kapazitätsauslastung erreichen, bei der Stammmarke Essanelle dagegen die Konsolidierung fortgesetzt wird, blieb der gesamte Konzernumsatz mit 55,6 Mio. Euro allerdings noch rund 1,6 Prozent unter dem Vorjahreswert. Auf Quartalsbasis kam der Rückgang aber bereits im zweiten Vierteljahr zum Stillstand. Ungeachtet der leichten Umsatzreduktion konnte der Gewinn weiter erhöht werden: Das Vorsteuerergebnis stieg gegenüber dem ersten Halbjahr des Vorjahrs um rund ein Drittel auf 1,2 Mio. Euro.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Essanelle ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells verzichten wir, da bei dem ausgeprägten Dienstleistungscharakter der Gesellschaft und weitgehend immateriellen Assets die Verwendung dieser Methodik die Genauigkeit und Aussagekraft unserer Schätzung nicht verbessern würde.

Diskontierungszins nach CAPM 11,0 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,0 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen einer sehr geringen Korrelation nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren und setzen angesichts der immer noch niedrigen Eigenkapitalquote sowie der schwierigen Marktbedingungen einen Wert von 1,5 an. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 11,0 Prozent.

Modellhafter Geschäftsverlauf

Wir erwarten, dass Essanelle im laufenden Jahr noch einmal einen leichten Umsatzrückgang hinnehmen muss, dabei allerdings die Nettomarge aufgrund der höheren operativen Effizienz weiter steigern kann. Der Wechsel bei der Bilanzierung von HGB auf IFRS bedingt zusätzlich, insbesondere durch den Wegfall der planmäßigen Firmenwertabschreibungen, einen deutlichen Gewinnsprung. Auf bereinigter Basis schätzen wir den Zuwachs beim Ergebnis allerdings auf mehr als 30 Prozent. Ab 2006 dürften sich die Neueröffnungen bei den Filialen auch bei den Erlösen positiv bemerkbar machen. Mittelfristig dürfte die Nettomarge in dem personalintensiven Geschäft aber kaum über 3,5 Prozent steigen. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 1,5 Prozent. Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf von Essanelle für die nächsten acht Jahre (nach IFRS), wie er sich auf der Grundlage dieser Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gesamterlöse (Mio. EUR)	114,1	118,1	125,8	133,4	140,1	145,7	150,0	153,0
Erlöswachstum		3,5%	6,6%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Nettorendite	2,8%	3,1%	3,5%	3,5%	3,45%	3,4%	3,35%	3,3%
Gewinn (Mio. EUR)	3,20	3,60	4,20	4,67	4,83	4,95	5,03	5,05
Gewinnwachstum		12,5%	16,7%	11,2%	3,5%	2,5%	1,5%	0,5%

***Fairer Wert 10,89 Euro
je Aktie***

Auf Basis der obigen Annahmen ergibt sich ein Ertragswert von 49,0 Mio. Euro respektive 10,89 Euro je Aktie – das ist ein Aufwärtspotenzial von rund 40 Prozent gegenüber dem aktuellen Kursniveau.

***Unser Anlageurteil:
„Kaufen“***

Essanelle hat in den letzten Jahren die Folgen der übertriebenen Expansion erfolgreich bewältigt. Mit der nun erreichten operativen Effizienz und Profitabilität ist die Gesellschaft gut aufgestellt, um in dem stark fragmentierten deutschen Friseurmarkt auch bei verhaltener Konsumnachfrage deutlich zu wachsen. Wir erwarten mittelfristig substantielle Marktanteilsverschiebungen zugunsten der Filialisten, die von der übergreifenden Markenbildung und den besseren Einkaufskonditionen profitieren. Die angepeilte Wachstumsgeschwindigkeit von 50 Salons pro Jahr halten wir für erreichbar. Angesichts dieser Perspektiven ist die Essanelle-Aktie mit einem KUV06 von 0,29 und einem KGV06 von 9,6 unterbewertet. Unser Anlageurteil lautet „Kaufen“ mit einem Kursziel von 10,89 Euro.

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
Balanstr. 16
81669 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