

Essanelle Hair Group AG

Stärken und Chancen

- **Sonderbelastungen gut verkraftet:** Im laufenden Geschäftsjahr leidet der Friseurfilialist unter schwachen Verbraucherausgaben und Insolvenzen im Einzelhandel, die maßgeblich für die Schließung von 43 Salons verantwortlich waren. Vor diesem Hintergrund können der nach neun Monaten fast konstante Umsatz und der relativ geringe Ergebnisrückgang (-18,4 Prozent auf 2,94 Mio. Euro) durchaus als Erfolge gewertet werden.
- **Konsequente Expansion:** Dank eines starken betrieblichen Cashflows kann das Unternehmen die Expansionsstrategie – die Eröffnung weiterer Filialen und die Revitalisierung der Kernmarke „Essanelle - Ihr Friseur“ – auch im schwachen Umfeld fortsetzen und schafft damit die Grundlage für weitere Marktanteilsgewinne.
- **Unterbewertung:** An der Börse werden die künftigen Wachstumschancen noch nicht hinreichend gewürdigt, weswegen wir ein Kurspotenzial von 44 Prozent sehen.

Schwächen und Risiken

- **Schwieriger Markt:** Die Marge im Friseurgeschäft leidet weiter unter einer hohen Konkurrenzintensität. Die Branchenerlöse sind seit Jahren rückläufig.
- **Kaufhauskrise:** Die laufende Karstadt-Sanierung könnte zu weiteren Filialschließungen führen.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **10,86 Euro**
Aktueller Kurs 7,55 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	7,90	7,91	9,00
Tief (Euro)	7,19	7,19	5,50
Performance	-3,92%	-2,56%	2,70%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	2.349	5.598	6.938

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006610314 / 661031
Branche	Friseurhandwerk
Sitz der Gesellschaft	Düsseldorf
Internet	www.essanelle-hair-group.com
Ausstehende Aktien	4,6 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juni 2001
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	34,7 Mio. Euro
Free Float	10,24 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	123,1	129,2	128,8	132,0	CAGR Umsatz 07-10 (e)	2,4%
Umsatzwachstum	4,8%	5,0%	-0,3%	2,5%	CAGR EBIT 07-10 (e)	1,3%
EBIT (Mio. Euro)	6,1	7,0	5,9	6,3	CAGR EpS 07-10 (e)	-9,0%
EBIT-Marge	5,0%	5,4%	4,6%	4,8%		
EpS	0,99	0,79	0,69	0,75	Enterprise Value (Mio. Euro)	39,4
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,50	0,50	Buchwert (Mio. Euro)	30,0
KUV	0,28	0,27	0,27	0,26	EV / Umsatz 08 (e)	0,3
KGV	7,6	9,5	10,9	10,1	EV / EBIT 08 (e)	6,7
Dividendenrendite	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	Kurs / Buchwert	1,2

Unternehmensprofil

Unternehmenswurzeln in den USA

Die Essanelle Hair Group ist einer der führenden Anbieter für Friseurdienstleistungen auf dem deutschen Markt und gleichzeitig der einzige börsennotierte Vertreter der Branche. Der Ursprung der Gesellschaft geht auf eine gleichnamige Firmengründung 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 erfolgten die Umfirmierung in eine Aktiengesellschaft und das Going Public an der Frankfurter Börse.

Neuer Großaktionär seit 2008

Nach dem Ausstieg von Finanzinvestoren, die das MBO finanziert hatten, befand sich zwischenzeitlich der Großteil der Anteile im Streubesitz. Diese Situation änderte sich Anfang 2008 schlagartig nach einem öffentlichen Pflichtangebot der Saxonia Holding, das auf den Kauf eines größeren Aktienpakets folgte. Die Muttergesellschaft von Essanelles Hauptkonkurrenten Friseur Klier konnte im Anschluss ihren direkten und indirekten (über die Friseur Klier GmbH gehaltenen) Anteil an dem Düsseldorfer Konzern auf fast 90 Prozent ausbauen.

Weitere Expansion im Kerngeschäft

Von Unternehmensseite wurde danach allerdings mehrfach betont, dass sowohl die Eigenständigkeit der Gesellschaft als auch die Börsennotierung erhalten bleiben, da beide als wichtige Eckpfeiler der künftigen Expansion angesehen werden. Hier steht nach wie vor der Ausbau des Kerngeschäfts im Fokus, also die Eröffnung von weiteren Friseursalons sowie von Shops für den Verkauf von Haarpflegeprodukten. Zum Ende des dritten Quartals gehörten bereits 658 Filialen zum Konzern (-0,3 Prozent ggü. Q3 2008), in denen insgesamt 4.095 Mitarbeiter beschäftigt werden. Damit ist die Gruppe neben dem Hauptaktionär Friseur Klier der mit Abstand größte Akteur auf dem inländischen Markt. Über Auslandsaktivitäten verfügen die Rheinländer derzeit nicht, nachdem im Jahr 2002 ein Expansionsversuch nach Polen beendet wurde.

Vier Salonmarken für den Massenmarkt

Am Markt tritt das Unternehmen nicht mit einem einheitlichen Erscheinungsbild auf, sondern hat das Angebot nach den Ansprüchen unterschiedlicher Zielgruppen differenziert. Als Ergänzung der Stammmarke „Essanelle – Ihr Friseur“, die insbesondere die Laufkundschaft in Warenhäusern betreut und mit Erlösen von 47,7 Mio. Euro im bisherigen Jahresverlauf etwa die Hälfte des Konzernumsatzes erwirtschaftete, wurden drei weitere Salonkonzepte für die trendbewusste und preissensitive Kundschaft eingeführt: Während HairExpress vor allem günstige Basisdienstleistungen bietet und Super Cut mit einem eigenständigen Design speziell für den Geschmack der 14 bis 29 Jährigen aufwartet, integriert das im Dezember 2005 neu eingeführte Label Top Ten gezielt aktuelle Trends und bedient damit ebenfalls das jüngere Publikum. Daneben besteht noch ein kleines

Premiumlabel (Friseur Tröndle) für die gehobene Kundschaft, das derzeit zwei Salons in exklusiven Top-Lagen – dem KaDeWe in Berlin sowie dem Alsterhaus in Hamburg – betreibt.

Produktverkauf als starkes zweites Standbein

Als Ergänzung zum Friseurgeschäft betreibt Essanelle darüber hinaus Beauty Hair Shops, in denen Produkte rund um die Haarpflege verkauft werden. Das Umsatzwachstum in diesem Bereich lag zuletzt deutlich über der durchschnittlichen Steigerungsrate der Salonkonzepte. So wurden in den ersten neun Monaten 2008 mit 30 Shops (+2) Erlöse von 4,9 Mio. Euro (+14 Prozent) erzielt. Zusammen mit dem Produktverkauf in den Friseurfilialen trägt das Handelsgeschäft mittlerweile rund 16,6 Prozent zum Konzernumsatz bei (Vorjahr: 16,2 Prozent) und hat damit den positiven Trend der vergangenen Perioden fortgesetzt.

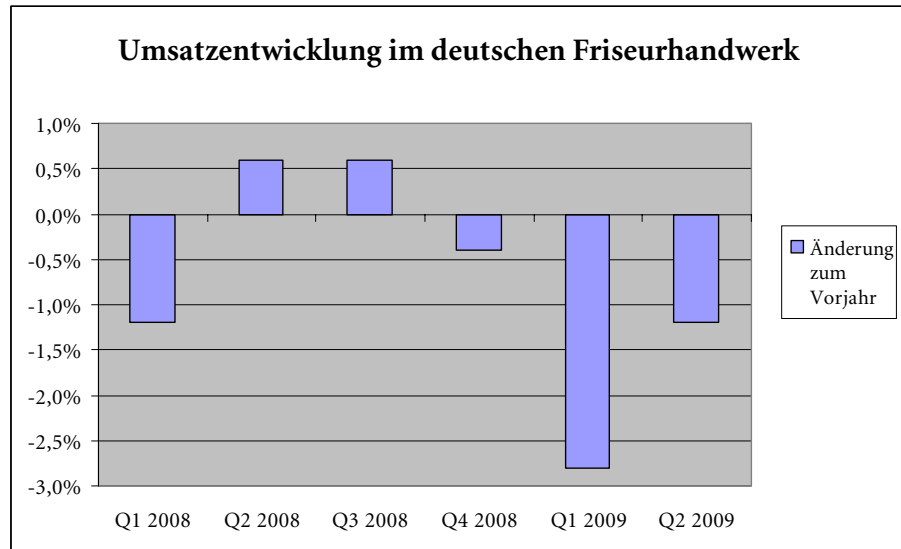
Markt und Strategie

Konsumkrise in Deutschland...

Die konsumnahen Unternehmen in Deutschland schwanken seit Monaten zwischen Hoffen und Bangen. Einerseits signalisiert das von der GfK gemessene Konsumklima eine relativ stabile Kaufstimmung der Verbraucher, die sich damit – zumindest in diesem Indikator – deutlich robuster zeigen als während des letzten Abschwungs 2001/03. Andererseits fallen die Daten zur Entwicklung der Einzelhandelsumsätze immer ernüchternder aus. Nachdem 2008 nominal immerhin noch 2,3 Prozent mehr Erlöse erzielt werden konnten, musste in der laufenden Periode bislang ein Rückgang von 2,6 Prozent hingenommen werden. Diese Daten sprechen für einen intensiven Preiswettbewerb, der zuletzt sogar noch zugenommen hat. Denn im September beschleunigte sich die Kontraktion nach den Daten des Statistischen Bundesamtes auf desaströse 4,8 Prozent.

...belastet die Friseurbranche...

Zu den Leidtragenden der schwachen Entwicklung der Verbraucherausgaben gehört auch die Friseurbranche, die schon seit Jahren mit rückläufigen Umsätzen zu kämpfen hat. Nachdem sich 2008 mit einem minimalen Minus von 0,1 Prozent aber zumindest ein Hoffnungsschimmer zeigte, wurde dieser durch die tiefe Wirtschaftskrise in den ersten sechs Monaten zunichte gemacht. Insbesondere das erste Quartal ist mit einer Schrumpfung um 2,8 Prozent gegenüber der Vorjahresperiode sehr schwach ausgefallen (siehe folgende Grafik), was etliche Kleinunternehmen vor existenzielle Probleme gestellt haben dürfte. Denn das schrumpfende Volumen verteilt sich auf eine immer größere Zahl von Betrieben, allein 2008 betrug das Wachstum hier 4,1 Prozent auf 73.383 (Quelle: Zentralverband des deutschen Friseurhandwerks). Dementsprechend kann im laufenden Jahr eine weitere Verschärfung der Konkurrenzsituation konstatiert werden.



Quelle: Statistisches Bundesamt

...und die großen Kaufhausketten

Noch stärker betroffen sind allerdings die großen Kaufhäuser in den Innenstädten, die von vielen Beobachtern bereits als Auslaufmodelle eingestuft werden, da sie sowohl an spezialisierte Fachhändler als auch an das Internet stetig Marktanteile verlieren. Die Zuspitzung der hiesigen Konsumkrise war nun der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen gebracht hat. Infolgedessen sind im Sektor zahlreiche Insolvenzen zu verzeichnen, wobei Karstadt und einige in den Vorjahren abgespaltene Unternehmensteile des Konzerns zu den bekanntesten Fällen zählen. Für die Geschäftsentwicklung von Essanelle ist diese Entwicklung nicht unbedeutend, zählten doch die großen Kaufhäuser in der Vergangenheit zu den wichtigsten Standorten des Kernlabels – in Karstadt-Filialen werden nach Unternehmensangaben noch heute rund 10 bis 12 Prozent der gesamten Erlöse erzielt. Damit könnten empfindliche Einbußen drohen, falls das Traditionshaus ganz oder in großen Teilen untergeht.

Hertie-Pleite sorgt für Salonschließungen

Eine zuletzt positive Umsatzentwicklung sowie der von den Gläubigern abgesegnete Plan des Insolvenzverwalters, maximal 17 der 126 Filialen zu schließen, kann aber als ein Signal gewertet werden, dass das Risiko für einen großen Einschnitt derzeit eher gering ist. Bei dem Konkurrenten Hertie hingegen, der vor vier Jahren mit der Ausgliederung von 72 kleineren Karstadt-Häusern aus der Taufe gehoben wurde, ist die Sanierung hingegen gescheitert und die Abwicklung eingeleitet worden. Im Zuge dessen musste Essanelle 29 Filialen schließen und damit einen Rückschlag in der Expansion hinnehmen.

Strategeschwenk zahlt sich aus

Die Kaufhauskrise dürfte sich für Essanelle allerdings als lediglich temporärer Belastungsfaktor herausstellen. Denn das Management hat schon vor Jahren einen Strategeschwenk eingeleitet und neben der Neueröffnung frei gelegener

Filialen die Zahl der Ableger in Verbrauchermärkten und Einkaufszentren kontinuierlich ausgebaut. Insbesondere letztere bieten aufgrund des oftmals gehobenen Ambientes sowie ihrer hohen Frequentierung ein attraktives Wachstumspotenzial. Denn Essanelle stellt auch für die Betreiber einen attraktiven Partner dar, kann doch eine oftmals gewünschte Differenzierung des Angebots – beispielsweise in Form von drei Friseurläden im Center mit unterschiedlichen Konzepten und Zielgruppen – aus einer Hand geliefert werden.

Filialisten können ihre Stärken ausspielen

Auch im Wettbewerb mit den zahlreichen kleinen Einzelunternehmen zählt die Möglichkeit zum Einsatz unterschiedlicher Konzepte zu den großen Stärken, da so die einzelnen Zielgruppen wesentlich passgenauer bedient werden. Damit verbunden ist zudem eine laufende Markterprobung verschiedener Schwerpunkte, die weitere Expansion erfolgt dann mit dem Ausbau der erfolgreichsten Ansätze. Aktuell zählt zu diesen – vor dem Hintergrund der schwachen Konsumententwicklung wenig verwunderlich – vor allem das preisgünstige Label Hair-Express, weswegen in den ersten neun Monaten des aktuellen Geschäftsjahres die Zahl solcher Filialen um etwa ein Fünftel auf 195 ausgeweitet wurde.

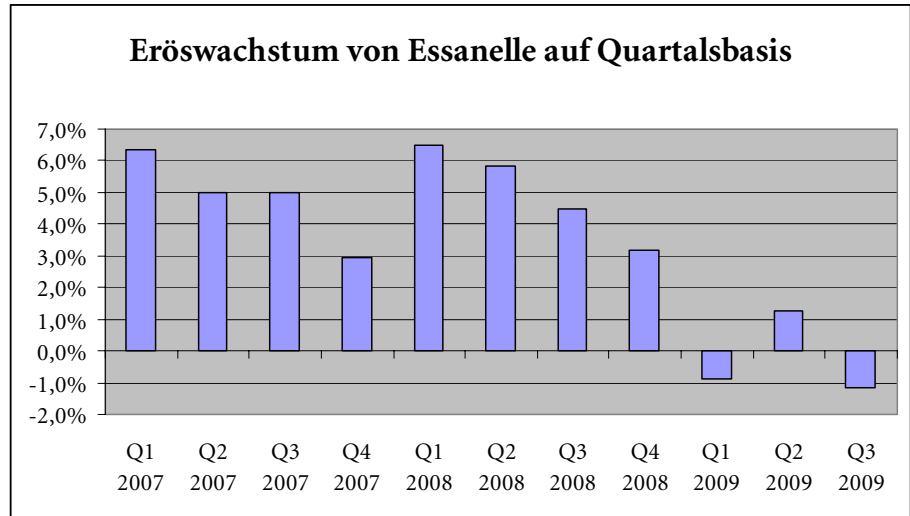
Im Produktbereich deutlich stärker als die Konkurrenz

Weitere Pluspunkte im Konkurrenzkampf stellen die – nach dem Einstieg von Klier weiter gestiegene – Verhandlungsmacht des Konzerns sowie die Skaleneffekte beim Einkauf dar. 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 der mit 16,6 Prozent vergleichsweise hohe Umsatzanteil des Handelsgeschäfts, in der Branche liegt der Durchschnitt eher im einstelligen Bereich. Da der Verkauf in Relation zu reinen Friseurdienstleistungen überdurchschnittliche Margen erzielt, wird der Bereich auch über weitere Beauty Hair Shops kontinuierlich ausgebaut.

Geschäftsentwicklung

Wachstumstrend unterbrochen

Trotz des starken Produktgeschäfts konnte in den ersten neun Monaten ein leichter Umsatzrückgang von 0,2 Prozent auf 95,5 Mio. Euro nicht verhindert werden, wobei das dritte Quartal mit einem Minus von 1,1 Prozent hervorsticht (siehe folgende Grafik). Hier machen sich sowohl die verhaltene Entwicklung der Verbraucherausgaben als auch die notwendig gewordenen Salonschließungen, insgesamt 43, bemerkbar. Von letzteren entfielen rund zwei Drittel auf Hertie-Standorte, was den wirtschaftlichen Schaden der Insolvenz für Essanelle verdeutlicht. Die Einbußen konnten auch durch die Neueröffnung von 29 Läden nicht kompensiert werden, zumal hier das volle Umsatzpotenzial in der Regel immer erst nach einer Anlaufzeit von neun bis zwölf Monaten gehoben wird.



Quelle: Unternehmen

Fortschritte auf den zweiten Blick erkennbar

Damit musste erstmals seit mehreren Jahren ein Rückgang der Filialzahl hingenommen werden. Vor diesem Hintergrund (und angesichts des äußerst schwierigen Umfelds) kann das geringe Minus beim Umsatz durchaus als Beleg für eine weiterhin erfolgreiche Arbeit des Managements angesehen werden. Vor allem die im letzten Jahr begonnene Revitalisierung des Kernlabels Essanelle – Ihr Friseur trägt erste Früchte. So erhöhte sich binnen Jahresfrist der Durchschnittsumsatz pro Shop um 1,9 Prozent auf 154,3 Tsd. Euro. Der Fortschritt bei dieser zentralen Kennzahl verdeutlicht, dass der Trend trotz aller Marktschwierigkeiten in die richtige Richtung geht. Noch besser abgeschnitten haben unter diesem Gesichtspunkt die Beauty Hair Shops (+6,3 Prozent auf 163,3 Tsd. Euro), die damit einmal mehr unter Beweis gestellt haben, dass der Produktverkauf einen wichtigen Wachstumsbeitrag leistet.

Nachlaufende Kosteneffekte

Obwohl sich das Unternehmen angesichts der leicht gesunkenen Erlösbasis um eine strikte Ausgabendisziplin bemüht, konnte in den ersten neun Monaten bei einigen Kostenpositionen ein Anstieg nicht vermieden werden. Belastend wirkten sich insbesondere Tarifierhöhungen in zahlreichen Bezirken aus (teilweise um bis zu 10 Prozent), die verantwortlich waren für einen um 2,9 Prozent erhöhten Personalaufwand, obwohl die Mitarbeiterzahl in den Salons um ein Prozent zurückgegangen ist. Einen noch größeren Effekt hatten Mietanpassungen bei einigen Objekten, die sich in einer Kostensteigerung von 4,5 Prozent niederschlugen haben. Beides stufen wir als nachlaufende Effekte der guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aus den Vorjahren ein, in deren Folge die Ansprüche der involvierten Parteien (Angestellte und Vermieter) erheblich gewachsen sind. Teilweise kompensiert werden konnten die daraus resultierenden Kostensteigerungen durch die positive Entwicklung des Materialaufwands. Dieser ist trotz des gestiegenen Produktverkaufs um beeindruckende 4,9 Prozent auf 7,8

Mio. Euro gesunken und verdeutlicht die nochmals spürbar verbesserte Verhandlungsposition nach der Mehrheitübernahme durch Klier.

Operativer Gewinn leidet am stärksten

Nichtsdestotrotz musste per Saldo ein überproportionaler Gewinnrückgang in Kauf genommen werden. Während das EBIT dabei um fast ein Viertel auf 3,2 Mio. Euro gesunken ist, sorgten eine spürbare Verbesserung des Finanzergebnisses (von -0,41 auf -0,27 Mio. Euro) und eine starke Reduktion der Steuerzahlungen dafür, dass sich das Nettoergebnis mit -18,4 Prozent auf 1,7 Mio. Euro besser halten konnte. Einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Konzernkennzahlen zeigt die nachfolgende Tabelle.

	Q3 2008	Q3 2009	Änderung	9M 2008	9M 2009	Änderung
Umsatz	32,2	31,8	-1,1%	95,8	95,5	-0,2%
EBITDA	2,75	2,69	-2,2%	8,09	7,25	-10,4%
EBIT	1,46	1,35	-7,1%	4,23	3,21	-24,1%
Überschuss	0,70	0,58	-20,4%	2,07	1,69	-18,4%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Hohe Finanzkraft als wichtiger Wettbewerbsvorteil

Deutlich positiv geblieben ist der betriebliche Cashflow mit 3,8 Mio. Euro (-35 Prozent), der damit eine solide Basis darstellt, um die notwendigen Investitionen zur Gewinnung weiterer Marktanteile auch während der Wirtschaftskrise zu tätigen. So wurden im bisherigen Jahresverlauf aus der Innenfinanzierung heraus 3,3 Mio. Euro aufgebracht, die etwa zur Hälfte in die Eröffnung neuer Salons flossen und darüber hinaus hauptsächlich für die Renovierung bestehender Läden verwendet wurden. Wie die oben dargelegte Entwicklung des Durchschnittsumsatzes pro Filiale bereits angedeutet hat, stufen wir vor allem die damit verbundene Aufwertung der Kernmarke als entscheidende Maßnahme ein, um den Umsatz auch im Salon-Bestand auszuweiten.

Bewertung

Ertragswertmodell

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

Diskontierungszins nach CAPM 10,4 %

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 der Essanelle-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir

uns daher an fundamentalen Faktoren und setzen angesichts der schwierigen Marktbedingungen einen Wert von 1,4 an. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,4 Prozent.

Anpassung der Prognosen

Nach dem durch die Hertie-Insolvenz und das schwache Umfeld verursachten leichten Umsatzrückgang in den ersten neun Monaten hat der Vorstand die Erwartungen für die Erlösentwicklung im Gesamtjahr zurückgenommen. Anstatt eines Wachstums von 3 bis 7 Prozent wird nun mit einem in etwa stagnierenden Umsatz gerechnet. Infolgedessen dürfte der Vorsteuergewinn von 6,4 Mio. Euro im Vorjahr auf 5,5 bis 6,0 Mio. Euro sinken. Ob eher das obere oder das untere Ende der Spanne erreicht wird, hängt insbesondere vom Verlauf des Weihnachtsgeschäfts ab.

2009/10 als Übergangsphase

Wir rechnen hier mit einem tendenziell enttäuschenden Resultat und senken dementsprechend unsere Erlösprognose auf 128,8 Mio. Euro ab, den Nettogewinn taxieren wir auf 3,2 Mio. Euro (korrespondierend mit einem EBT von 5,53 Mio. Euro). Auch für die kommende Periode nehmen wir eine leichte Abstufung vor, sehen aber aufgrund der Fortsetzung der Expansionsstrategie trotz eines weiter schwachen Marktes Potenzial für ein Wachstum von 2,5 Prozent und eine leichte Margenverbesserung auf 2,6 Prozent. Eine Abwärtsrevision wäre hier allerdings fällig, wenn bei Karstadt doch deutlich mehr Filialen geschlossen werden sollten als bislang geplant. Unbeeindruckt von der Entwicklung des Kaufhauskonzerns halten wir für die Zeit danach an unserem Wachstumsszenario fest, da wir davon überzeugt sind, dass Essanelle mit seiner stimmigen Strategie den Siegeszug im Markt fortsetzen wird. Die folgende Tabelle zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der Geschäftszahlen in den nächsten acht Jahren:

Ertragswertmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	128,8	132,0	137,3	141,4	144,3	147,1	150,1	153,1
Erlöswachstum		2,5%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nettorendite	2,5%	2,6%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Gewinn (Mio. Euro)	3,18	3,44	3,84	4,24	4,33	4,41	4,50	4,59
Gewinnwachstum		8,4%	11,7%	10,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fairer Wert jetzt 10,86 Euro je Aktie

Bei einem unveränderten „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent im Anschluss an den Detailprognosezeitraum resultiert aus diesem Modell ein fairer Wert von 50,0 Mio. Euro oder 10,86 Euro je Aktie. Trotz der leichten Abwärtsrevision gegenüber unserer letzten Berechnung (10,92 Euro), die allerdings vor allem vorübergehenden Belastungsfaktoren geschuldet ist, besteht in Relation zum aktuellen Kurs ein Aufwärtspotenzial von rund 44 Prozent für die Aktie.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

In der laufenden Periode wird Essanelle sowohl von einer sehr schwachen Entwicklung der Verbraucherausgaben als auch von einer Insolvenzwelle im Einzelhandel in die Zange genommen. Insbesondere die Pleite von Hertie hat sich als spürbare Belastung erwiesen, die maßgeblich für die Schließung von 43 Salons in den ersten neun Monaten verantwortlich war. Vor diesem Hintergrund kann der geringe Umsatzrückgang von 0,2 Prozent durchaus als Erfolg gewertet werden. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen nach dem Auslaufen der Sonderbelastungen – zu denen auch mögliche weitere Schließungen infolge der Karstadt-Sanierung zählen – wieder auf den alten Wachstumspfad zurückkehren wird. Das Management setzt derzeit die Investitionen in das Filialnetz unbeirrt fort und schafft damit die Grundlage für weitere Marktanteilsgewinne. Wir bekräftigen daher unser Kaufurteil und sehen das Kursziel aktuell bei 10,86 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
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 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

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

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. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
26.08.2009	7,80 Euro	Kaufen
09.04.2009	6,84 Euro	Kaufen

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 mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung 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: (Keine)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.