

Essanelle Hair Group AG

Stärken und Chancen

- **Ertragskraft steigt:** Das Management hat das Expansionstempo der Gruppe vorübergehend gedrosselt, um die Ertragskraft des Unternehmens zu stärken. Die EBIT-Steigerung um 71 Prozent in den ersten neun Monaten – bei einem Erlöswachstum von nur einem Prozent – belegt den Erfolg dieses Kurswechsels.
- **Diversifikation des Portfolios:** Salon-Neueröffnungen finden derzeit vor allem in Verbrauchermärkten und Einkaufszentren statt, womit die traditionell hohe Abhängigkeit von Kaufhäusern zunehmend abgebaut wird.
- **Hohe Dividende:** Das Unternehmen erwirtschaftet seit Jahren einen operativen Cashflow zwischen 5 und 9 Prozent vom Umsatz und kann daher eine attraktive Dividende von 0,50 Euro je Aktie ausschütten, gleichbedeutend mit einer Dividendenrendite von 5,6 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Kaufhausrisiko:** Rund 27 Prozent der Konzernfilialen befindet sich in Kaufhäusern, die Bemühungen um deren Revitalisierung beeinflussen daher auch den Geschäftserfolg von Essanelle.
- **Schwieriger Markt:** Die Friseurbranche bleibt sehr wettbewerbsintensiv, der Margendruck ist hoch.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	128,0	127,2	127,5	128,1	CAGR Umsatz 09-12 (e)	0,0%
Umsatzwachstum	-0,9%	-0,6%	0,2%	0,5%	CAGR EBIT 09-12 (e)	1,6%
EBIT (Mio. Euro)	5,9	5,4	6,2	6,2	CAGR EpS 09-12 (e)	2,9%
EBIT-Marge	4,6%	4,3%	4,8%	4,9%		
EpS	0,71	0,75	0,76	0,77	Enterprise Value (Mio. Euro)	45,9
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,50	0,50	Buchwert (Mio. Euro)	32,3
KUV	0,32	0,33	0,32	0,32	EV / Umsatz 11 (e)	0,4
KGV	12,7	12,0	11,8	11,6	EV / EBIT 11 (e)	7,5
Dividendenrendite	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	Kurs / Buchwert	1,3

Übergewichten (zuvor: Kaufen)

Kursziel

11,01 Euro

Aktueller Kurs

9,00 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	9,60	9,78	11,51
Tief (Euro)	9,00	8,60	7,90
Performance	-4,21%	+6,68%	+9,26%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	3.955	8.971	6.661

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	41,4 Mio. Euro
Free Float	10,24 %
Rechnungslegung	IFRS

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 1990er Jahre aus dem Verbund herausgelöst und 1998 über ein Management-Buy-Out in ein eigenständiges Unternehmen umgewandelt. Drei Jahre später folgten 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, als die Saxonia Holding, die Muttergesellschaft von Essanelles Hauptkonkurrenten Friseur Klier, nach dem Erwerb eines größeren Aktienpakets ein Pflichtangebot veröffentlichte und in dessen Rahmen ihren Essanelle-Anteil auf fast 90 Prozent ausbaute.

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 weiteren Expansion angesehen werden. Die wichtigste strategische Stoßrichtung ist dabei die Eröffnung von weiteren Friseursalons und von Shops für den Verkauf von Haarpflegeprodukten. Ende des dritten Quartals gehörten 702 Filialen zum Konzern, in denen insgesamt 4.138 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, ein Expansionsversuch nach Polen wurde im Jahr 2002 beendet.

Drei 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 Kaufhäusern betreut und mit Erlösen von 42,2 Mio. Euro im bisherigen Jahresverlauf rund 45 Prozent des Konzernumsatzes erwirtschaftet hat, stützt sich Essanelle auf zwei weitere Salonkonzepte für die trendbewusste und preissensitive Kundschaft. Mit 248 Filialen und einem Umsatz von 28,4 Mio. Euro hat sich vor allem HairExpress, das konzeptionell auf günstige Basisdienstleistungen fokussiert ist, als wichtige Säule etabliert. Auch das Label Super Cut, dessen Angebot auf den Geschmack der 14- bis 29-Jährigen zugeschnitten ist, erwirtschaftet mittlerweile rund 17 Prozent der Konzernenerlöse. Demgegenüber zählt die jüngste Sparte, das erst 2005 eingeführte Label Top Ten, mit dem die an aktuellsten Haarstyle-Trends interessierte Kundschaft angesprochen werden sollte und das in den ersten neun Monaten noch 3,5

Mio. Euro zum Umsatz beigesteuert hat, inzwischen nicht mehr zum Konzern. Nachdem zunächst im Frühjahr die Markenrechte hieran veräußert wurden, folgte per Ende September der Verkauf von 19 Top-Ten-Filialen. Die übrigen zehn Salons der Sparte wurden in andere Konzepte umgewandelt oder geschlossen, so dass sich Essanelle nun im Friseurgeschäft auf die drei stärksten Massenmarken konzentriert.

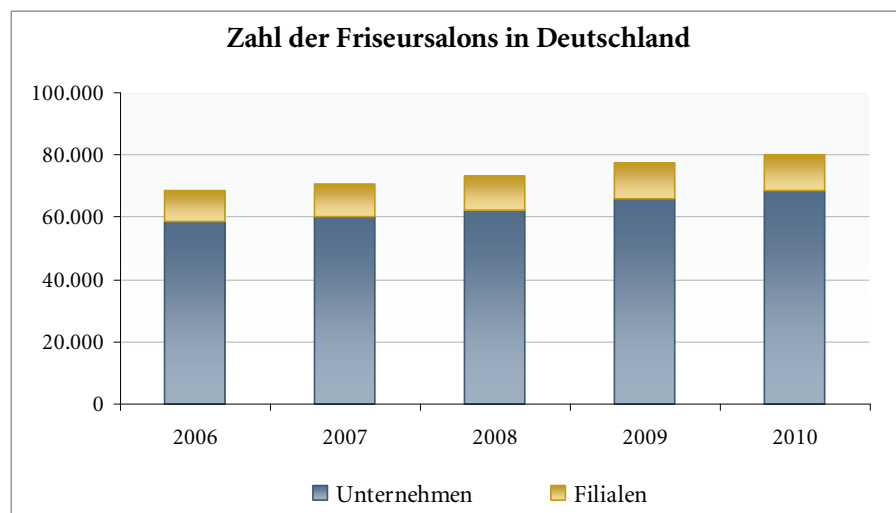
Produktverkauf als starkes zweites Standbein

Als Ergänzung betreibt das Unternehmen darüber hinaus Beauty Hair Shops, in denen Produkte rund um die Haarpflege verkauft werden. Nach einem starken Umsatzwachstum in den letzten Jahren hat sich der Bereich als ertragsstarke zweite Säule des Geschäftsmodells bewährt. In den ersten neun Monaten 2011 wurden mit 30 Shops Erlöse von 5,0 Mio. Euro erzielt. Zusammen mit dem Produktverkauf in den Friseurfilialen trägt das Handelsgeschäft mittlerweile rund 14,9 Prozent zum Konzernumsatz bei.

Markt und Strategie

Hohe Wettbewerbsintensität

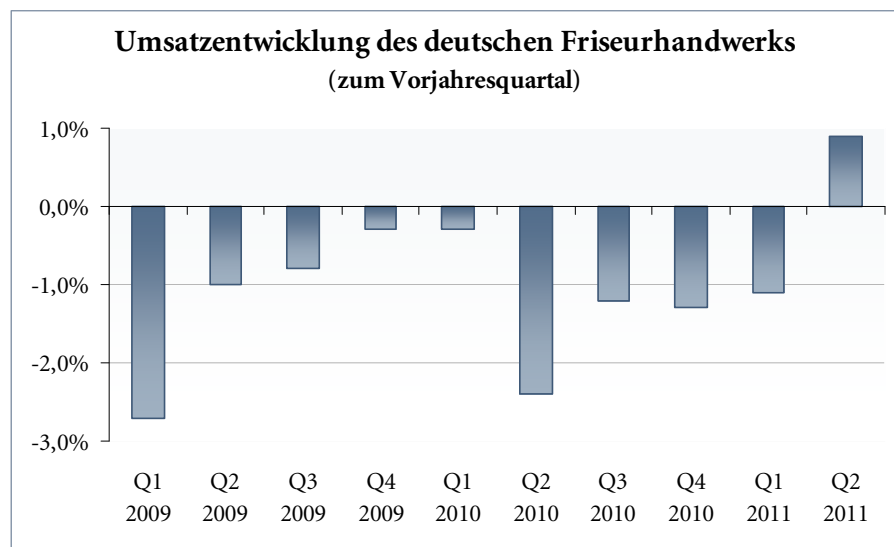
Das Friseurhandwerk in Deutschland zeichnet sich seit Jahren durch eine sehr hohe Wettbewerbsintensität aus. Diese wird durch zwei gegenläufige Trends veranschaulicht: Während die Zahl der Friseursalons in den letzten fünf Jahren um 17,3 Prozent auf 80.322 gestiegen ist (siehe Grafik), nahm die Zahl der abhängig Beschäftigten im selben Zeitraum kontinuierlich ab. Dahinter steht der Trend zur Gründung von Kleinstbetrieben, die oftmals ohne angestellte Mitarbeiter auskommen und mit einem Umsatzvolumen von weniger als 17.500 Euro im Jahr von der Mehrwertsteuer befreit sind – ein Privileg, das den Einmannbetrieben einen Preisvorteil gegenüber den größeren Anbietern verschafft.



Quelle: Zentralverband des deutschen Friseurhandwerks

Trendwende möglich

Zusätzlicher Druck resultierte in den letzten Jahren aus einer schwachen Entwicklung der deutschen Konsumausgaben. Hier zeichnet sich mittlerweile aber eine gewisse Entspannung ab. Nach einem Einbruch der Einzelhandelsumsätze um real 1,8 Prozent in 2009 wurde für 2010 ein Zuwachs von 1,2 Prozent verzeichnet, und auch in den ersten sechs Monaten der laufenden Periode setzt sich der positive Trend mit einem Plus von 1,3 Prozent fort (Quelle: Statistisches Bundesamt). Dadurch konnte das deutsche Friseurgewerbe den jahrelangen Abwärtstrend beenden und nach langer Zeit wieder steigende Umsätze ausweisen. So wurde für das zweite Quartal 2011 ein Zuwachs der Brancheneinnahmen um immerhin 0,9 Prozent vermeldet, nachdem noch ein Jahr zuvor ein Rückgang um 2,4 Prozent hingenommen werden musste. Ob diese Trendwende aber nachhaltig ist oder ob die Eurokrise und ihre negativen Folgen auf die Verbraucherstimmung und -ausgaben die Branchenumsätze wieder schrumpfen lassen, ist derzeit noch unsicher. Als erstes Warnsignal kann in diesem Zusammenhang das Wachstum der Einzelhandelsausgaben gewertet werden, das sich bereits per Ende September deutlich verlangsamt hat.



Quelle: Statistisches Bundesamt

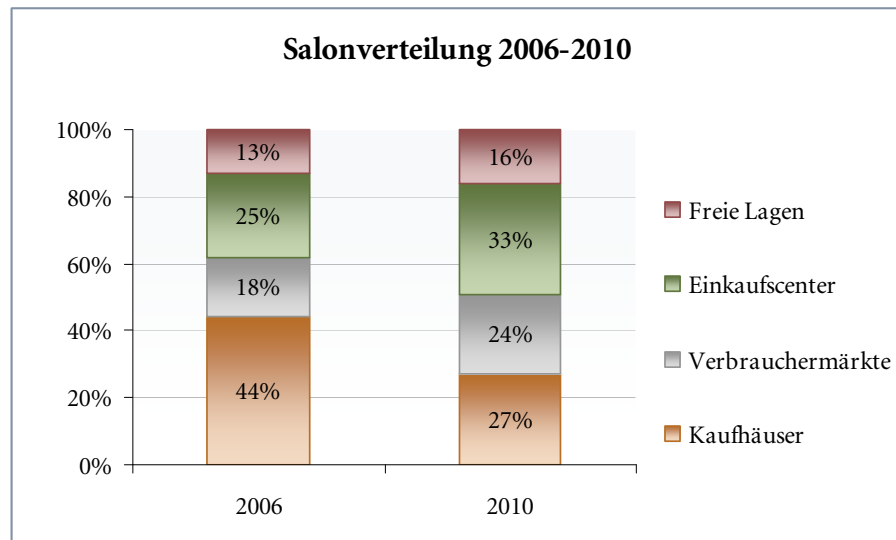
Große Anbieter nutzen strukturelle Vorteile

Gegen den hohen Druck im Markt können sich vor allem große Filialisten zur Wehr setzen, indem sie im Verbund Synergien heben und damit der Konkurrenz Marktanteile abjagen. Ihre Vorteile liegen dabei in einem einheitlichen Marketing, der professionellen Standortauswahl und der übergreifenden Portfoliooptimierung. Diesen Weg beschreitet auch die Essanelle-Gruppe schon seit Jahren konsequent und wächst damit gegen den Trend. Wurde der Markt ursprünglich nur über die Stammmarke Essanelle – Ihr Friseur bearbeitet, decken mittlerweile drei verschiedene Labels unterschiedliche Zielgruppen ab. Damit verbunden ist zudem eine laufende Markterprobung verschiedener Konzepte, so dass die wei-

teren Expansionsbemühungen auf die erfolgreichsten Ansätze konzentriert werden können. Angesichts der schwachen Entwicklung der Konsumausgaben entfielen in den letzten Jahren die meisten Neueröffnungen auf das preisgünstige Konzept HairExpress, auch in den vergangenen zwölf Monaten war die Sparte mit 14 neuen Filialen (auf 248) wieder das wachstumsstärkste Konzept.

Optimierung des Standortportfolios

Darüber hinaus hat Essanelle in den letzten Jahren auch den Standortmix optimiert – zum Teil allerdings erzwungen durch die tiefe Krise der Kaufhauskonzerne in Deutschland. Denn sowohl die Pleite von Hertie als auch die Restrukturierung von Karstadt bedingten die Schließung von zahlreichen Friseursalons. Das Management hat dies genutzt, um die Positionierung in Einkaufszentren und Verbrauchermärkten zu stärken. Waren hier noch vor fünf Jahren lediglich 43 Prozent der Filialen angesiedelt, so sind es mittlerweile bereits 57 Prozent. Im Gegenzug ist der Anteil der Ableger in Kaufhäusern von 44 auf 27 Prozent gesunken (siehe Grafik).



Quelle: Unternehmen

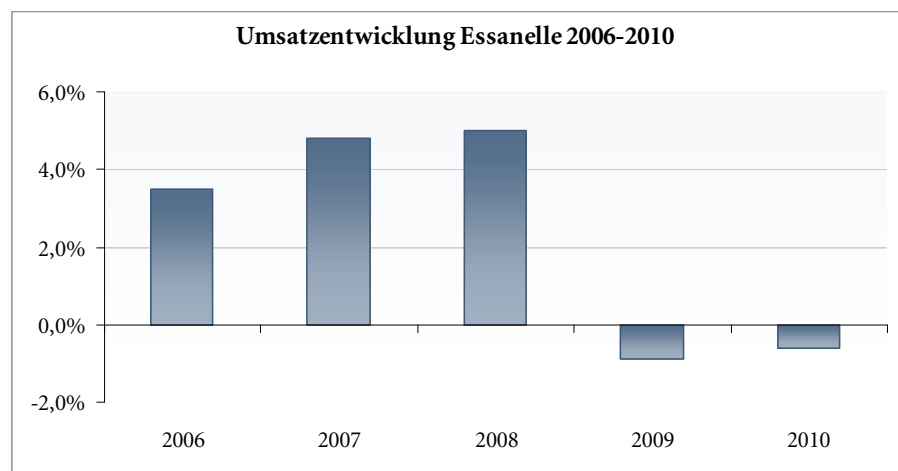
Im Produktbereich deutlich stärker als die Konkurrenz

Weitere Pluspunkte im Konkurrenzkampf stellen die – nach dem Einstieg von Klier weiter gestiegene – Verhandlungsmacht sowie die Skaleneffekte im 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 14,9 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 dieser Bereich durch die Eröffnung neuer Beauty Hair Shops kontinuierlich erweitert.

Geschäftsentwicklung

Wachstum durch Kaufhauskrise unterbrochen

Seit Mitte des letzten Jahrzehnts wurde das Unternehmenswachstum in einem schwachen Marktumfeld durch die Eröffnung neuer Salons und eine Optimierung des Standortportfolios vorangetrieben. Einen Rückschlag brachte dann aber die hiesige Kaufhauskrise, die sich in der Schließung der Hertie-Häuser und der Schrumpfung des Karstadt-Filialnetzes niederschlug. Dies führte bei Essanelle 2009 zu einer Stagnation der Salonzahl – 51 Neueröffnungen standen 50 Schließungen gegenüber –, die auch 2010 noch in einem leichten Umsatzrückgang nachwirkte.



Quelle: Unternehmen

Stärkung der Ertragskraft steht zunächst im Vordergrund

Auf die schwierigen Rahmenbedingungen hat das Management mit einer temporären Drosselung des Expansionstempos reagiert, um die Ertragskraft des Konzerns zu optimieren. Im Zuge dessen wurde nicht nur das Markenportfolio von ehemals fünf – neben Top Ten zählte lange Jahre auch das Starlabel Tröndle als Luxusmarke zum Konzern – auf drei reduziert, sondern auch der Marketingmix optimiert. Der Erfolg dieser Strategie zeigt sich im laufenden Jahr sehr deutlich in den Ertragskennzahlen. Nach neun Monaten erhöhte sich das EBIT um 71 Prozent auf 3,5 Mio. Euro, der Nettogewinn lag mit 1,9 Mio. Euro sogar rund 75 Prozent über dem Vorjahr, gleichbedeutend mit einer von 1,2 auf 2,0 Prozent verbesserten Nettomarge. Die wesentlichen Verbesserungen wurden dabei bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie im Personalbereich erzielt. So sind die Personalkosten binnen Jahresfrist nur um 0,4 Prozent auf 54,1 Mio. Euro gestiegen, wodurch ihr Anteil am Umsatz von 57,3 auf 56,9 Prozent reduziert werden konnte. Die Position der sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnte sogar absolut, von 8,7 auf 8,1 Mio. Euro zurückgeführt werden, wofür die Reduktion der Marketingkosten den wichtigsten Beitrag leistete.

	Q3 2010	Q3 2011	Änderung	9M 2010	9M 2011	Änderung
Umsatz	31,7	32,0	+0,9%	94,0	95,0	+1,1%
EBITDA	2,0	2,8	+44,5%	5,9	7,2	+21,6%
EBIT	0,7	1,6	+135,3%	2,1	3,5	+71,0%
Überschuss	0,3	0,9	+176,8%	1,1	1,9	+74,6%

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

Umsatz 1,1 Prozent über Vorjahr

Der Umsatz hingegen lag nach neun Monaten mit 95 Mio. Euro um 1,1 Prozent über dem Vorjahr. Dies korrespondiert exakt mit dem Wachstum der Filialzahl, das ebenfalls bei einem Prozent liegt. Innerhalb der einzelnen Konzepte fallen die Unterschiede aber recht deutlich aus. Während HairExpress um 7,9 Prozent (auf 28,4 Mio. Euro) und Super Cut immerhin noch um 2,1 Prozent (15,9 Mio. Euro) zulegen konnte, musste bei Essanelle – Ihr Friseur ein Rückgang um 2,7 Prozent (42,2 Mio. Euro) hingenommen werden. Auch die Erlöse der mittlerweile veräußerten, geschlossenen oder umgewandelten Top-Ten-Salons (-7,9 Prozent auf 3,5 Mio. Euro) waren rückläufig, während die Beauty Hair Shops trotz einer von 31 auf 30 gesunkenen Filialzahl ihre Erlöse um 0,1 Mio. Euro auf 5 Mio. Euro minimal steigern konnten.

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 9,9 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,5 Prozent (gemittelte 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 9,9 Prozent.

Vorstand modifiziert Prognosen

Nach den Neunmonatszahlen und dem Verkauf eines Teils der Top-Ten-Filialen hat das Management die Prognosen für das Gesamtjahr modifiziert. Wurde bislang noch eine Umsatzsteigerung von 2 bis 3 Prozent anvisiert, wird wegen der fehlenden Erlösbeiträge der verkauften Einheiten nun nur noch mit einer Stagnation gerechnet. Aus unserer Sicht hat sich das Unternehmen damit auch einen kleinen Puffer für einen enttäuschenden Verlauf des Weihnachtsgeschäfts gelas-

sen, das unter der Zuspitzung der Euro-Schuldenkrise und einer damit verbundenen Eintrübung der Konsumstimmung leiden könnte. Aufgrund der im bisherigen Jahresverlauf hervorragenden Ertragsentwicklung soll der Vorsteuergewinn trotzdem um mindestens 5 Prozent zulegen.

Anpassung der Schätzungen

Wegen des Verkaufs von 19 Salons und der Eintrübung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen halten auch wir unser Umsatzziel von 129,8 Mio. Euro resp. ein Wachstum von 2 Prozent für nicht mehr erreichbar. Wir gehen aber weiterhin von einem kleinen Plus – jetzt von 0,2 Prozent – aus. Nach der bislang deutlichen Ertragsverbesserung halten wir unsere Gewinnprognose für 2011 mit 3,51 Mio. Euro (bisher 3,53 Mio. Euro) weitgehend aufrecht. Der damit einhergehende Rückgang der Profitabilität im Schlussquartal in Relation zu 2010 liegt zum einen daran, dass im umsatzstärksten Monat Dezember im laufenden Jahr ein Öffnungstag weniger zur Verfügung steht, zudem entfallen die Gewinnbeiträge der Top-Ten-Filialen. Und nicht zuletzt scheint die Konsumneigung der Bevölkerung angesichts der Eurokrise unsicher. Aus diesem Grund haben wir auch unsere Wachstumsprognosen für die Jahre 2012 und 2013 leicht nach unten angepasst. Trotzdem trauen wir dem Management eine graduelle Verbesserung der Nettomarge zu. Die folgende Tabelle zeigt den aus diesen Annahmen resultierenden Überblick zu der erwarteten Geschäftsentwicklung in den nächsten acht Jahren:

Ertragswertmodell	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse (Mio. Euro)	127,5	128,1	130,1	132,7	135,3	138,0	140,8	143,6
Erlöswachstum		0,5%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nettorendite	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Gewinn (Mio. Euro)	3,51	3,56	3,77	3,98	4,06	4,14	4,22	4,31
Gewinnwachstum		1,4%	5,9%	5,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fairer Wert 11,01 Euro je Aktie

Bei einem unveränderten „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent im Anschluss an den Detailprognosezeitraum resultiert aus diesem Modell ein fairer Wert von 50,7 Mio. Euro oder 11,01 Euro je Aktie. Damit bietet die Aktie auf dem aktuellen Niveau ein Kurspotenzial von 22 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,9%	11,51 EUR	11,98 EUR	12,52 EUR	13,15 EUR	13,87 EUR
	9,4%	10,86 EUR	11,26 EUR	11,72 EUR	12,24 EUR	12,84 EUR
	9,9%	10,27 EUR	10,62 EUR	11,01 EUR	11,46 EUR	11,97 EUR
	10,4%	9,75 EUR	10,05 EUR	10,39 EUR	10,77 EUR	11,20 EUR
	10,9%	9,28 EUR	9,54 EUR	9,84 EUR	10,17 EUR	10,54 EUR

Sensitivitätsanalyse

Die Sensitivitätsanalyse verdeutlicht, dass das Unternehmen selbst bei deutlich restriktiveren Parametern (Diskontierungszins 10,9 Prozent, ewiges Wachstum 1,0 Prozent) derzeit annähernd fair bewertet ist. Andererseits erhöht sich das Kurspotenzial bei einem Zins von 8,9 Prozent und einem ewigen Wachstum von 3,0 Prozent auf 54 Prozent.

Fazit

Neues Anlageurteil: „Über- gewichten“

Im laufenden Jahr hat Essanelle das Expansionstempo gedrosselt und den Fokus auf eine Steigerung der Ertragskraft gelegt. Das EBIT- und Gewinnwachstum von 71 und 75 Prozent nach neun Monaten belegen, dass das Unternehmen dabei deutliche Fortschritte erzielt hat. Diese Entwicklung kann aber nicht auf das Gesamtjahr fortgeschrieben werden, da im vierten Quartal ein fehlender Öffnungstag im Dezember, der Verkauf von Top-Ten-Salons und möglicherweise auch eine verhaltene Konsumstimmung wegen der Schuldenkrise in Europa auf das Ergebnis drücken. Trotzdem erwartet das Management auf Jahresbasis eine Steigerung des Vorsteuergewinns um mindestens 5 Prozent. Die Aktie hat sich auf dieser Basis seit unserem letzten Update – gegen den Markttrend – gut entwickelt und die Unterbewertung teilweise abgebaut. Wir sehen aktuell den fairen Wert bei 11,01 Euro und vergeben das Urteil „Übergewichten“.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die 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 Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 4) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

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. 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>
23.08.2011	8,23 Euro	Kaufen
08.04.2011	8,66 Euro	Übergewichten
03.12.2010	8,46 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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinsten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrage-

schwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist 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. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

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.

3. 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 Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

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