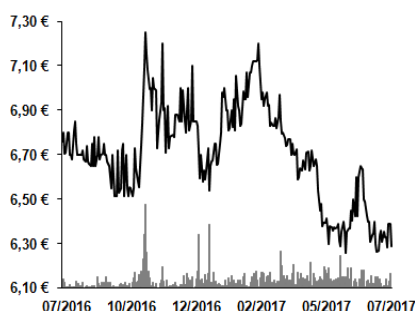


Akt. Kurs (24.07.2017, 14:30, Ffm.): 6,29 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **7,00 (7,00) EUR**

Branche: Bekleidungsartikel
Land: Deutschland
ISIN: DE0005009732
Reuters: AAHG_p.F
Bloomberg: AAH3:GR

Kurs 12 Mon.: 7,30 € **Tief** 6,20 €
Aktueller Kurs: 6,29 €
Aktienzahl ges.: 13.681.520
Streubesitz: 48,0%
Marktkapitalis.: 88,0 Mio. €



Kennzahlen

	14/15	15/16	16/17e	17/18e
Umsatz	241,9	237,8	240,0	245,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	2,4	4,0	5,0	6,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,1	2,3	3,0	3,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,11	0,20	0,25	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,25	0,20	0,20	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	57,2	31,5	25,5	20,7
Div.rendite	4,0%	3,2%	3,2%	4,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Kurzportrait

Die 1919 gegründete und in der dritten Generation familiengeführte Ahlers AG ist einer der größten börsennotierten europäischen Männermodehersteller. Das Portfolio umfasst sieben Marken, zu denen u. a. die bekannten Brands Baldessarini, Otto Kern, Pierre Cardin und Pioneer zählen. Ahlers beliefert überwiegend den Bekleidungseinzelhandel und erzielt im Wholesale-Geschäft 87 Prozent der Erlöse. Daneben werden auch eigene Einzel- und Onlinehandelsaktivitäten betrieben sowie unter dem Label Elsbach Denim Library standortspezifische Vollsortimente angeboten (13 Prozent Umsatzanteil).

Anlagekriterien

Fortgeführte Aktivitäten wachsen im ersten Halbjahr 2016/17 über Markt

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2016/17 (01.12.16-31.05.17) blieb das Branchenumfeld für die Ahlers AG herausfordernd. So sanken die Umsätze des deutschen Bekleidungseinzelhandels in diesem Zeitraum laut „Textilwirtschaft“ gegenüber dem bereits rückläufigen Vorjahreswert nochmals um 3,3 Prozent. Dabei konnte das nur moderat wachsende Onlinegeschäft die stationären Erlösrückgänge nicht kompensieren. Die für Ahlers relevanten europäischen Märkte dürften sich per Saldo ebenfalls eher schwächer entwickelt haben.

In diesem schwierigen Umfeld musste Ahlers lediglich ein moderates Umsatzminus von 0,8 Prozent auf 117,3 (Vj. 118,3) Mio. Euro hinnehmen. Hierbei ist zudem zu berücksichtigen, dass durch die Aufgabe des Bereichs Gin Tonic sowie das ausgelaufene Geschäft mit dem letzten Private-Label-Kunden Erlöse von 3,5 Mio. Euro entfallen sind. Bereinigt um diese beendeten Aktivitäten erzielte der Konzern hingegen ein Umsatzwachstum von 2,2 Prozent auf 117,0 (114,5) Mio. Euro. Dabei fiel das Plus der fortgeführten Aktivitäten im Kernmarkt Deutschland mit 2,6 Prozent deutlich über dem Branchentrend aus. Aber auch Osteuropa entwickelte sich getragen von Russland, der Ukraine, Polen und dem Baltikum mit einem Zuwachs von 2,7 Prozent positiv.

Auf Konzernebene konnte der negative Umsatzeffekt durch den Wegfall der beendeten margenschwachen Aktivitäten sowie geringere Abschreibungen und Rabattierungen überkompensiert werden, so dass der Rohertrag leicht auf 58,0 (57,8) Mio. Euro anstieg. Entsprechend verbesserte sich auch die Rohertragsmarge von 48,9 auf 49,5 Prozent. Beim Personalaufwand führten Sparmaßnahmen zu einem Rückgang auf 25,6 (26,2) Mio. Euro. Dagegen legten die sonstigen Aufwendungen aufgrund höherer Marketing- und Vertriebskosten auf 29,6 (29,2) Mio. Euro zu. Die Abschreibungen stiegen ebenfalls geringfügig.

In der Folge sank das operative Ergebnis (EBIT) leicht von 1,7 auf 1,6 Mio. Euro. Bei einer gegenüber dem durch steuerliche Sondereffekte beeinflussten Vorjahreszeitraum wieder normalisierten Steuerquote wies Ahlers schließlich aber beim Periodenergebnis nach Anteilen Dritter einen Zuwachs auf 0,86 (0,70) Mio. Euro aus. Dies entspricht einem Ergebnis von 0,04 (0,03) Euro je Stamm- und 0,09 (0,08) Euro je Vorzugsaktie.

Auch nach der im Anschluss an die Anfang Mai abgehaltene Hauptversammlung erfolgten Dividendenausschüttung in Höhe von insgesamt knapp 2,4 Mio. Euro stellte sich die Eigenkapitalquote der Ahlers AG zum 31. Mai mit 57,0 (57,6) Prozent unverändert außerordentlich solide dar.

Beide Segmente bereinigt mit Umsatzzuwachs

Auf Segmentebene konnten die Erlöse der Segments „Premium Brands“ mit den Marken Baldessarini, Otto Kern und Pierre Cardin um 2,4 Prozent auf 80,4 (Vj. 78,5) Mio. Euro zulegen und damit den Anteil am Konzernumsatz von 66 auf 69 Prozent steigern. Treiber dieser positiven Entwicklung war abermals die Marke Pierre Cardin mit einem Zuwachs von 4,2 Prozent, der vor allem in Deutschland, Spanien, der Schweiz, Polen und der Ukraine erwirtschaftet wurde. Entsprechend verbesserte sich auch das Segment-EBIT um gut zwei Drittel von 0,3 auf 0,5 Mio. Euro.

Das Segment „Jeans, Casual & Workwear“, das die Marken Pioneer Authentic Jeans, Pionier Jeans & Casuels, Pionier Workwear und Jupiter umfasst, musste aufgrund der eingestellten Aktivitäten einen Umsatzrückgang von 7,3 Prozent auf 36,9 (39,8) Mio. Euro hinnehmen. Adjustiert auf die fortgeführten Aktivitäten war jedoch auch hier ein Wachstum von 1,7 Prozent auf 36,6 (36,0) Mio. Euro zu verzeichnen, das vor allem auf die positive Entwicklung bei Pioneer und Pionier Jeans mit einem Plus von 5,1 Prozent zurückzuführen ist. Zusätzliche Kosten für Kollektionsentwicklungen bei Pioneer sowie Bestandsbereinigungen bei Pionier Workwear führten jedoch zu einem Rückgang des Segment-EBIT um über ein Viertel auf 1,4 (1,9) Mio. Euro.

Die Umsätze des eigenen Einzelhandels stiegen in den ersten sechs Monaten 2016/17 auf absoluter Basis um 1,2 Prozent, während sie flächenbereinigt leicht um 0,6 Prozent nachgaben. Damit steuerte der eigene Einzelhandel 12,7 (12,4) Prozent zu den Konzern Erlösen bei. Im E-Commerce legte der Umsatz nach Wechsel des Dienstleisters mit zunehmender Tendenz um 5,1 Prozent zu. Hier ist allerdings die geringe Ausgangsbasis, die Mitte März auf der Bilanzpressekonferenz zum Geschäftsjahr 2015/16 mit lediglich rund 4 Prozent der Konzern Erlöse angegeben wurde, zu berücksichtigen.

Unternehmensausblick bestätigt

Anlässlich der Vorlage der Halbjahreszahlen bestätigte das Management der Ahlers AG seine bisherige Guidance. Demgemäß werden für das laufende Geschäftsjahr 2016/17 in etwa stabile Umsätze erwartet. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass im Vorjahr noch 5,2 Mio. Euro mit dem letzten Private-Label-Kunden sowie mit der ausgelaufenen Marke Gin Tonic Erlöst wurden, die nun komplett wegfallen und von den fortgeführten Aktivitäten ausgeglichen werden müssen.

Hier sieht der Vorstand vor allem bei den Marken Baldessarini, Pierre Cardin und Pioneer weiteres Wachstumspotenzial. Für das Konzernergebnis erwartet das Management bei einer leicht verbesserten Rohertragsmarge eine leicht steigende Entwicklung.

Angesichts der vorgelegten Halbjahreszahlen sowie des bestätigten Unternehmensausblicks behalten wir unsere Schätzungen aus unserem letzten Research vom 23. März 2017 unverändert aufrecht.

Bewertung und Fazit

Die jüngst vorgelegten Halbjahreszahlen der Ahlers AG zeigen, dass sich das fortgeführte Kerngeschäft nach Beendigung der margenschwachen Aktivitäten in einem unverändert herausfordernden Marktumfeld deutlich besser als die Branche schlägt. Auch sollten die eingeleiteten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen sukzessive ihre Wirkung entfalten.

Allerdings verbessert sich die operative Ertragskraft offensichtlich nur langsam, was sich auch im Unternehmensausblick widerspiegelt. So dürfte es noch einige Zeit dauern, bis Ahlers wieder an alte Margenniveaus herankommen kann. Auf Basis unserer unveränderten Schätzungen halten wir deshalb ein KGV für 2016/17 von 25,5 und für 2017/18 von 20,7 für recht ambitioniert.

Auch nach den zuletzt etwas zurückgekommenen Notierungen erachten wir das aktuelle Kursniveau daher nur als gerechtfertigt, da diese Bewertungsparameter in einem sehr schlechten Branchenumfeld erzielt werden. Sollte sich dieses aufhellen, was allerdings momentan nicht absehbar ist, könnte die Gewinnentwicklung schnell deutlich besser ausfallen.

Vor diesen Hintergründen stufen wir die Ahlers-Vorzugsaktie bei einem unveränderten Kursziel von 7 Euro weiterhin als Halteposition ein. Dabei ist zu beachten, dass derzeit die Marktkapitalisierung des Unternehmens von 88 Mio. Euro um rund 14 Mio. Euro bzw. etwa 1 Euro je Aktie unter dem zum 31. Mai 2017 ausgewiesenen Eigenkapital von gut 102 Mio. Euro liegt. Zudem beläuft sich die erwartete Dividendenrendite auf 3,2 bzw. 4,8 Prozent. Dies sollte insgesamt eine gute Absicherung des Börsenkurses bewirken.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ahlers AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.11.	2013/14		2014/15		2015/16		2016/17e		2017/18e	
Umsatzerlöse	257,1	98,9%	241,9	101,5%	237,8	99,5%	240,0	99,6%	245,0	99,6%
Veränderung zum Vorjahr			-5,9%		-1,7%		0,9%		2,1%	
Bestandsveränderungen	2,9	1,1%	-3,5	-1,5%	1,2	0,5%	1,0	0,4%	1,0	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-220,0%		134,5%		-17,2%		0,0%	
Gesamtleistung	260,0	100,0%	238,4	100,0%	239,0	100,0%	241,0	100,0%	246,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-8,3%		0,2%		0,8%		2,1%	
Materialaufwand	131,7	50,7%	119,5	50,1%	122,1	51,1%	122,9	51,0%	125,2	50,9%
Veränderung zum Vorjahr			-9,3%		2,2%		0,7%		1,9%	
Rohertrag	128,3	49,3%	119,0	49,9%	116,9	48,9%	118,1	49,0%	120,8	49,1%
Veränderung zum Vorjahr			-7,3%		-1,7%		1,0%		2,3%	
Personalaufwand	55,2	21,2%	53,1	22,3%	51,9	21,7%	52,1	21,6%	52,9	21,5%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		-2,2%		0,4%		1,5%	
Sonstiges Ergebnis	-58,5	-22,5%	-57,2	-24,0%	-55,8	-23,4%	-55,7	-23,1%	-56,6	-23,0%
Veränderung zum Vorjahr			2,3%		2,5%		0,2%		-1,6%	
EBITDA	14,6	5,6%	8,7	3,6%	9,2	3,8%	10,3	4,3%	11,3	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			-40,5%		6,0%		12,2%		9,7%	
Abschreibungen	5,4	2,1%	6,3	2,6%	5,2	2,2%	5,3	2,2%	5,4	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			15,6%		-17,3%		3,2%		0,2%	
EBIT	9,2	3,5%	2,4	1,0%	4,0	1,7%	5,0	2,1%	6,0	2,4%
Veränderung zum Vorjahr			-73,6%		66,3%		23,7%		19,9%	
Finanzergebnis	-0,7	-0,3%	-0,5	-0,2%	-0,6	-0,3%	-0,6	-0,2%	-0,5	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			34,2%		-23,3%		0,5%		16,7%	
Ergebnis vor Steuern	8,4	3,2%	1,9	0,8%	3,4	1,4%	4,4	1,8%	5,5	2,2%
Steuerquote	28,3%		29,4%		28,1%		28,5%		28,5%	
Ertragssteuern	2,4	0,9%	0,6	0,2%	1,0	0,4%	1,2	0,5%	1,6	0,6%
Jahresüberschuss	6,0	2,3%	1,4	0,6%	2,5	1,0%	3,1	1,3%	3,9	1,6%
Veränderung zum Vorjahr			-77,4%		80,3%		27,3%		24,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,2		0,1		0,1		0,1	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,8	2,2%	1,1	0,5%	2,3	1,0%	3,0	1,3%	3,8	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			-80,1%		103,5%		29,5%		25,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	13,682		13,682		13,682		13,682		13,682	
Gewinn je Vorzugsaktie	0,45		0,11		0,20		0,25		0,30	

Aktionärsstruktur

Stammaktien (7.600.314 Stück):

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	76,40%
Frau Dr. Stella A. Ahlers und	
Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,31%
Streubesitz	23,29%

Vorzugsaktien (6.081.206 Stück):

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	20,98%
Frau Dr. Stella A. Ahlers und	
Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,07%
Streubesitz	78,95%

Termine

11.10.2017	Zahlen drittes Quartal 2016/17 (01.06.-31.08.2017)
12.10.2017	Analystenkonferenz in Frankfurt am Main

Kontaktadresse

Ahlers AG
Elverdisser Straße 313
D-32052 Herford

Email: ahlers-ag@ahlers-ag.com
Internet: www.ahlers-ag.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Michael Zielke

Tel.: +49 (0) 5221 / 979 - 211
Fax: +49 (0) 5221 / 979 - 215
Email: investor.relations@ahlers-ag.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-Cashflow-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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
23.03.2017	6,80 €	Halten	7,00 €
19.10.2016	6,65 €	Kaufen	8,00 €
18.05.2016	6,34 €	Kaufen	8,00 €
18.03.2016	7,45 €	Halten	8,00 €
04.12.2015	7,85 €	Halten	9,00 €
27.10.2015	8,07 €	Halten	9,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	32,8%	41,2%
Halten	64,2%	52,9%
Verkaufen	3,0%	5,9%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Ahlers AG	1, 5, 7

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 Holding 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 Holding 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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.