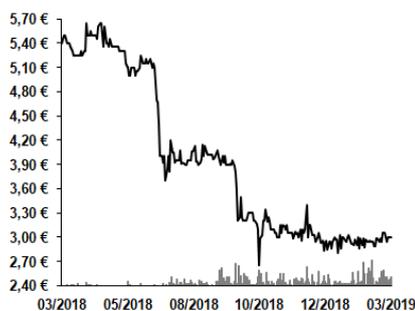


Akt. Kurs (08.03.2019, 08:04, Ffm.): 3,05 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **3,50 (3,50) EUR**

Branche: Bekleidungsartikel
Land: Deutschland
ISIN: DE0005009740
Reuters: AAHG.F
Bloomberg: AAH:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,70 €	2,65 €
Aktueller Kurs:	3,05 €	
Aktienzahl ges.:	13.681.520	
Streubesitz:	47,3%	
Marktkapitalis.:	41,7 Mio. €	



Kennzahlen

	16/17	17/18	18/19e	19/20e
Umsatz	235,9	223,1	211,0	212,0
<i>bisher</i>	---	221,0	210,0	210,0
EBIT	3,0	-6,4	-1,2	1,9
<i>bisher</i>	---	-7,0	-0,5	2,6
Jahresüb.	1,8	-7,0	-1,9	0,9
<i>bisher</i>	---	-7,6	-1,4	1,3
Erg./Aktie	0,13	-0,51	-0,14	0,07
<i>bisher</i>	---	-0,56	-0,10	0,09
Dividende	0,20	0,00	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	22,7	neg.	neg.	46,2
Div.rendite	6,6%	0,0%	0,0%	1,6%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

J. Nielsen und A. 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 großen börsennotierten europäischen Männermodehersteller. Das Portfolio umfasst zukünftig fünf Marken, zu denen u. a. die bekannten Brands Baldessarini, Otto Kern, Pierre Cardin und Pioneer zählen. Ahlers beliefert überwiegend den Bekleidungs Einzelhandel und erzielt im Wholesale-Geschäft aktuell 86 Prozent der Erlöse. Daneben werden auch eigene Einzel- und Onlinehandelsaktivitäten betrieben (14 Prozent Umsatzanteil).

Anlagekriterien

Trotz Verlustausweis in 2017/18 weiter solide Bilanzverhältnisse

Gemäß der Fachzeitschrift „TextilWirtschaft“ sanken die Umsätze des stationären Textileinzelhandels in Deutschland in dem am 30. November 2018 abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 der Ahlers AG erneut um mindestens 1,2 Prozent. Andere Experten ermittelten für das Jahr 2018 noch stärkere Rückgänge von bis zu 3,4 Prozent.

Unverändert drückten sinkende Frequentierungen der Innenstädte infolge des sich zunehmend auf Online-Kanäle verlagernden Einkaufsverhaltens auf die Erlöse. Dabei konnte der um 7,7 Prozent gewachsene Online-Handel die stationären Umsatzminderungen nicht ausgleichen. Zusätzlich belasteten der ungewöhnlich lange und heiße Sommer sowie Rabattaktionen. Die für Ahlers relevanten europäischen Märkte dürften sich ebenfalls eher schwächer entwickelt haben.

Bei der Ahlers AG gingen infolge der ungünstigen Wetterverhältnisse sowie der zunehmenden Casualisierung die Verkaufserlöse bei Anzügen und Jacken deutlich um 9,7 Mio. Euro zurück. Zudem resultierte aus der schwierigen Marktsituation in Osteuropa ein Umsatzminus von 5,0 Mio. Euro. So verringerten sich die Konzernenerlöse im vergangenen Geschäftsjahr in Summe um 5,4 Prozent auf 223,1 (Vj. 235,9) Mio. Euro. Der Anteil des Online-Geschäfts lag bei rund 4 Prozent, mittelfristig wird eine Steigerung auf 10 bis 15 Prozent angestrebt.

Höhere Warenabschriften ließen die Rohertragsmarge leicht auf 48,9 (49,6) Prozent nachgeben. Einsparungen bei Personal- und sonstigen Aufwendungen sowie ein Buchgewinn von 0,6 Mio. Euro aus einem Kunstverkauf dämpften die negativen Umsatzeffekte ergebnisseitig etwas, konnten sie jedoch nicht vollständig kompensieren. So wies Ahlers vor Sondereffekten ein EBITDA von 3,7 (8,7) Mio. Euro und mit einem EBIT von minus 1,4 (+3,5) Mio. Euro erstmals in der fast 100-jährigen Firmengeschichte einen operativen Verlust aus.

Bereits im September hatte der Konzern ein umfangreiches Maßnahmenpaket zur Ertrags- und Effizienzsteigerung gestartet (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 19.10.2018). Daraus resultierten einmalige Sonderbelastungen von 5,0 (0,5) Mio. Euro, sodass die berichteten Zahlen ein EBITDA von 1,3 (8,3) Mio. Euro und ein EBIT von minus 6,4 (+3,0) Mio. Euro umfassten.

Nach Steuern und Anteilen Dritter kam schließlich ein Verlust von 7,0 Mio. Euro bzw. 0,51 Euro je Aktie zum Ausweis. Im Vorjahr hatte noch ein Gewinn von 1,8 Mio. Euro entsprechend 0,13 Euro je Anteilschein in den Büchern gestanden. Erwartungsgemäß schlägt der Vorstand daher der für den 17. April in Düsseldorf anberaumten Hauptversammlung eine Aussetzung der Dividende vor.

Wenngleich sich das Eigenkapital zum Bilanzstichtag verlustbedingt sowie infolge der Dividendenzahlung für 2016/17 um 9,0 Mio. Euro verringerte, blieb die Eigenkapitalquote mit 54,1 (56,4) Prozent auf einem soliden Niveau. Dies resultierte aus einer Bilanzverkürzung infolge einer Reduktion des Net Working Capitals. Diese konnte ebenso wie der Abbau der Nettoverschuldung auf 28,5 (29,9) Mio. Euro vor allem durch den Abschluss eines Factoring-Vertrags erzielt werden.

2018/19 wird Transformationsjahr

Im Rahmen des oben erwähnten Maßnahmenprogramms sollen im laufenden Geschäftsjahr 2018/19 unter anderem die Sportswear-Marke Jupiter sowie die Damen-Aktivitäten von Pierre Cardin und Pioneer eingestellt werden. Daraus resultierend erwartet das Management einen Umsatzverlust von 6 Mio. Euro. Zudem geht der Vorstand angesichts des unverändert herausfordernden Marktumfeldes auch beim fortgeführten Geschäft von einem Erlösrückgang aus. Auf dieser Basis wird insgesamt ein Umsatzminus im mittleren einstelligen Prozentbereich avisiert.

Ertragsseitig sollten hingegen die eingeleiteten Maßnahmen im Jahresverlauf zunehmend Wirkung zeigen, sodass die negativen Umsatzeffekte weitgehend durch Verbesserungen auf der Aufwandsseite kompensiert werden dürften. Gleichwohl sieht Ahlers das EBIT vor Sondereffekten im laufenden Übergangsjahr nochmals leicht unter dem Vorjahreswert.

Sonderaufwendungen sollen nicht mehr in nennenswertem Umfang anfallen. Dagegen wird ein moderater Sonderertrag aus der Veräußerung nicht mehr betriebsnotwendiger Grundstücksflächen in Herford erwartet. Außerdem sind weitere – in der Unternehmensprognose nicht berücksichtigte – Kunstverkäufe geplant. Insgesamt wird nach Steuern und Drittanteilen in 2018/19 ein deutlich verbessertes, jedoch nochmals negatives Konzernergebnis angepeilt.

Im Fokus steht im laufenden Geschäftsjahr auch die weitere Reduktion des Net Working Capitals. Erreicht werden soll diese durch den Vorratsabbau bei den auslaufenden Aktivitäten, den konsequenten Abverkauf von Altware sowie die forcierte Umstellung bei den Hosen von passiver Lohnveredelung auf Vollkauf. Durch die geplanten Grundstücks- und Kunstverkäufe soll auch die Nettoverschuldung weiter zurückgeführt werden. Wir gehen davon aus, dass sich in diesem Rahmen die Eigenkapitalquote ebenfalls verbessern dürfte.

Ab dem am 01. Dezember beginnenden kommenden Geschäftsjahr 2019/20 werden die Effekte aus den initiierten Maßnahmen dann vollständig und ganzjährig wirksam werden. Auf dieser Basis will Ahlers dann bei auch wieder steigenden Umsätzen in die Gewinnzone zurückkehren.

Neubesetzung des Aufsichtsrats vorgeschlagen

Angesichts der aktuellen Herausforderungen hatte die Ahlers AG bereits im Dezember ihren Vorstand von drei auf zwei Personen, CEO Dr. Stella Ahlers und CFO Dr. Karsten Kölsch, verkleinert. In Fortführung dieses Weges zu schlankeren und schlagkräftigen Strukturen wird der am 17. April stattfindenden Hauptversammlung nun auch eine Reduktion des Aufsichtsrats von sechs auf drei Mitglieder vorgeschlagen. Nach dem Ausscheiden von fünf bisherigen Aufsichtsräten soll dem Gremium künftig der frühere CEO der Marc O'Polo AG, Alexander Gedat, vorsitzen. Neu hinzustoßen soll auch Armin Fichtel, ehemals CEO der s.Oliver Group. Hier dürfte die Gesellschaft künftig von der hohen Branchenexpertise der beiden neuen Kandidaten profitieren.

GSC-Schätzungen sehen 2019/20 Rückkehr in die Gewinnzone

Im Rahmen der Überarbeitung unserer Schätzungen haben wir analog zur Unternehmensprognose noch keine Sondererträge aus den geplanten Kunstverkäufen berücksichtigt. Zudem haben wir unverändert auch keine eventuellen Steuergutschriften aufgrund latenter Steuern einfließen lassen. Auf dieser Basis verorten wir im laufenden Geschäftsjahr 2018/19 bei einem Umsatzrückgang von 5,4 Prozent auf 211 Mio. Euro das EBIT einschließlich des erwarteten Sonderertrags aus der Grundstücksveräußerung bei minus 1,2 Mio. Euro. Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir auf minus 1,9 Mio. Euro bzw. minus 0,14 Euro je Aktie. Dementsprechend gehen wir noch nicht von einer Wiederaufnahme der Dividendenzahlung aus.

Für das kommende Geschäftsjahr 2019/20 prognostizieren wir dann wieder ein leichtes Umsatzplus von 0,5 Prozent auf 212 Mio. Euro. Auf der Ertragsseite sollte das Maßnahmenpaket nun seine volle Wirkung zeigen, sodass wir das EBIT mit plus 1,9 Mio. Euro wieder deutlich in den positiven Bereich drehen sehen. Auch nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir die Rückkehr in die Gewinnzone mit einem Jahresüberschuss von 0,9 Mio. Euro entsprechend 0,07 Euro je Aktie. Dabei halten wir auch eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung mit 0,05 Euro je Anteilschein für realistisch.

Bewertung und Fazit

Das am 30. November 2018 beendete Geschäftsjahr 2017/18 verlief für die Ahlers AG operativ nicht zufriedenstellend. Zusätzlich belasteten wie angekündigt Einmalaufwendungen von 5,0 Mio. Euro im Zusammenhang mit dem im September gestarteten Maßnahmenpaket zur Ertrags- und Effizienzsteigerung das Ergebnis.

Auch im laufenden Jubiläumsjahr 2018/19 wird nochmals mit sinkenden Erlösen und einem – nach Wegfall der vorjährigen Sonderbelastungen jedoch bereits deutlich geringeren – Verlustausweis gerechnet. Mit vollständigem und ganzjährigem Greifen der planmäßig voranschreitenden Maßnahmen sollen dann ab 2019/20 aber wieder steigende Umsätze sowie die Rückkehr in die Gewinnzone erreicht werden. Dann erwarten wir auch eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung.

Mit einer Eigenkapitalquote von gut 54 Prozent zum Bilanzstichtag bleibt Ahlers jedoch auch im aktuellen Transformationsjahr bilanziell solide aufgestellt. Zudem sollten sich die weiterhin forcierte Reduktion des Net Working Capitals sowie der angestrebte weitere Abbau der Nettoverschuldung durch Immobilien- und Kunstverkäufe positiv auf die Bilanzverhältnisse auswirken.

Bei einem aktuellen Kursniveau von 3,05 Euro liegt die Marktkapitalisierung der Ahlers AG bei lediglich knapp 42 Mio. Euro. Dagegen belief sich das Eigenkapital zum Bilanzstichtag 2017/18 mit gut 93 Mio. Euro auf rund 6,80 Euro je Anteilschein. Unter diesem Aspekt erscheint die Ahlers-Aktie derzeit unterbewertet, sodass sich hier für den risikobereiteren Investor auf mittlere Sicht eine interessante Turnaround-Spekulation ergeben kann. Zudem gehen wir von gewissen stillen Reserven in dem zuletzt mit 17,7 Mio. Euro bilanzierten Bestand an Kunstwerken aus.

Insgesamt bestätigen wir daher unser Kursziel von 3,50 Euro und unsere „Halten“-Einstufung für die Aktie des Herforder Modespezialisten. Wenn wie erwartet im Laufe dieses Jahres erste Erfolge aus den initiierten Maßnahmen im Zahlenwerk sichtbar werden, sind jedoch – trotz der momentan sehr zurückhaltenden Haltung der Börse gegenüber Modeaktien – auch wieder deutlich höhere Notierungen denkbar.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ahlers AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.11.	2015/16		2016/17		2017/18		2018/19e		2019/20e	
Umsatzerlöse	237,8	100,0%	235,9	100,0%	223,1	100,0%	211,0	100,0%	212,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-0,8%		-5,5%		-5,4%		0,5%	
Bestandsveränderungen	1,2	0,5%	1,2	0,5%	5,8	2,6%	1,2	0,6%	1,2	0,6%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		367,2%		-79,2%		0,0%	
Gesamtleistung	239,0	100,5%	237,2	100,5%	228,8	102,6%	212,2	100,6%	213,2	100,6%
Veränderung zum Vorjahr			-0,8%		-3,5%		-7,3%		0,5%	
Materialaufwand	122,1	51,3%	120,1	50,9%	119,6	53,6%	108,5	51,4%	108,1	51,0%
Veränderung zum Vorjahr			-1,6%		-0,4%		-9,3%		-0,3%	
Rohertrag	116,9	49,2%	117,1	49,6%	109,2	49,0%	103,7	49,2%	105,1	49,6%
Veränderung zum Vorjahr			0,2%		-6,7%		-5,0%		1,3%	
Personalaufwand	51,9	21,8%	51,4	21,8%	53,3	23,9%	47,3	22,4%	48,0	22,6%
Veränderung zum Vorjahr			-0,9%		3,7%		-11,3%		1,5%	
Sonstiges Ergebnis	-55,8	-23,5%	-57,4	-24,3%	-54,6	-24,5%	-52,6	-25,0%	-50,4	-23,8%
Veränderung zum Vorjahr			-2,9%		4,9%		3,6%		4,3%	
EBITDA	9,2	3,9%	8,3	3,5%	1,3	0,6%	3,8	1,8%	6,8	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			-10,2%		-83,9%		188,5%		76,0%	
Abschreibungen	5,2	2,2%	5,3	2,2%	7,7	3,5%	5,0	2,4%	4,9	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			1,7%		47,0%		-35,4%		-2,0%	
EBIT	4,0	1,7%	3,0	1,3%	-6,4	-2,9%	-1,2	-0,6%	1,9	0,9%
Veränderung zum Vorjahr			-25,6%		-313,9%		81,9%		259,5%	
Finanzergebnis	-0,6	-0,3%	-0,6	-0,3%	-0,7	-0,3%	-0,7	-0,3%	-0,6	-0,3%
Veränderung zum Vorjahr			-1,7%		-17,3%		2,6%		14,3%	
Ergebnis vor Steuern	3,4	1,4%	2,4	1,0%	-7,1	-3,2%	-1,9	-0,9%	1,3	0,6%
Steuerquote	28,1%		20,7%		1,7%		0,0%		20,0%	
Ertragssteuern	1,0	0,4%	0,5	0,2%	-0,1	-0,1%	0,0	0,0%	0,3	0,1%
Jahresüberschuss	2,5	1,0%	1,9	0,8%	-7,0	-3,1%	-1,9	-0,9%	1,0	0,5%
Veränderung zum Vorjahr			-23,1%		-470,6%		73,4%		153,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,1		0,0 *		0,0 *		0,1	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,3	1,0%	1,8	0,8%	-7,0	-3,1%	-1,9		0,9	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-21,5%		-481,6%		73,4%		148,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	13,682		13,682		13,682		13,682		13,682	
Gewinn je Aktie	0,17		0,13		-0,51		-0,14		0,07	

* = Anteile Dritter bestehen, liegen aber unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio €

Aktionärsstruktur

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	52,54%
Frau Dr. Stella A. Ahlers und Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,20%
Streubesitz	47,26%

Termine

10.04.2019	Zahlen erstes Quartal 2018/19 (01.12.2018-28.02.2019)
17.04.2019	Ordentliche Hauptversammlung in Düsseldorf
10.07.2019	Halbjahreszahlen 2018/19 (01.12.2018-31.05.2019)
14.10.2019	Zahlen drittes Quartal 2018/19 (01.06.-31.08.2019)

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
19.10.2018	3,34 €	Halten	3,50 €
28.03.2018	5,25 €* [*]	Kaufen	7,00 €* [*]
24.07.2017	6,29 €* [*]	Halten	7,00 €* [*]
23.03.2017	6,80 €* [*]	Halten	7,00 €* [*]

*: Vorzugsaktie (bis Zusammenlegung der Aktiengattungen und Umwandlung der Vorzugs- in Stammaktien am 02.07.2018)

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	56,2%
Halten	52,9%	43,8%
Verkaufen	1,5%	0,0%

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. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder 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.