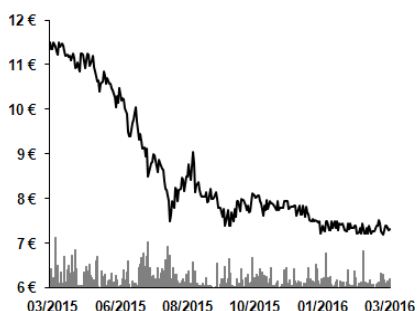


Akt. Kurs (18.03.2016, 12:06, Ffm.): 7,45 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **8,00 (9,00) EUR**

**Branche:** Bekleidung  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005009732  
**Reuters:** AAHG\_p.F  
**Bloomberg:** AAH3:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	11,51 €	7,00 €
Aktueller Kurs:	7,45 €	
Aktienzahl ges.:	13.681.520	
Streubesitz:	48,2%	
Marktkapitalis.:	103,1 Mio. €	



#### Kennzahlen

	13/14	14/15	15/16e	16/17e
<b>Umsatz</b>	257,1	241,9	241,0	250,0
<i>bisher</i>	---	243,0	250,0	257,5
<b>EBIT</b>	9,2	2,4	6,1	9,3
<i>bisher</i>	---	3,3	11,6	12,7
<b>Jahresüb.</b>	5,8	1,1	3,6	5,9
<i>bisher</i>	---	1,6	7,3	8,1
<b>Erg./Aktie</b>	0,45	0,11	0,29	0,46
<i>bisher</i>	---	0,14	0,56	0,61
<b>Dividende</b>	0,45	0,25	0,30	0,40
<i>bisher</i>	---	0,20	0,50	---
<b>KGV</b>	16,6	67,7	25,6	16,3
<b>Div.rendite</b>	6,0%	3,4%	4,0%	5,4%

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](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

#### Kurzbeschreibung

Die Ahlers AG ist ein international tätiges Unternehmen der Bekleidungsindustrie. Zum Markenportfolio gehören mehrere bekannte Marken wie z. B. Baldessarini, Otto Kern, Pierre Cardin und Pioneer.

#### Anlagekriterien

##### Geschäftsjahr 2014/15 erwartet schwach abgeschlossen

Vor wenigen Tagen hat Ahlers die endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2014/15 (bis 30.11.) vorgestellt. Wie bereits in den ersten drei Quartalen ablesbar, wurde das abgelaufene Geschäftsjahr von diversen Faktoren negativ beeinflusst.

Den maßgeblichsten Faktor mit Umsatzeinbußen in Höhe von 45 Prozent markierte dabei die Russland- und Ukraine-Krise, da Ahlers in dieser Region traditionell eine breite Präsenz bei margenstarkem Geschäft hat. Darüber hinaus belastete der deutsche stationäre Bekleidungseinzelhandel, der von der grundsätzlichen Konsumfreude der Bundesbürger nicht profitieren konnte und lediglich auf niedrigem Niveau verharrte. Wie bereits berichtet, wirkten sich zudem die rückläufigen Erlöse mit dem letzten großen Private-Label-Kunden sowie die Aufgabe der Marke Gin Tonic negativ auf die Ertragsentwicklung aus.

In Summe gingen die Umsätze im abgelaufenen Geschäftsjahr konzernweit um 5,9 Prozent auf 241,9 Mio. Euro zurück. Von dem Minus von rund 15 Mio. Euro zum Vorjahresvergleichswert sind 9 Mio. Euro auf das eingebrochene Russland- und Ukraine-Geschäft zurückzuführen. Weitere Umsatzverluste betreffen das Private-Label-Geschäft mit 4,2 Mio. Euro sowie Gin Tonic mit 2,1 Mio. Euro. Negative Skaleneffekte aufgrund der rückläufigen Erlöse sowie nochmalige Sonderkosten für die Einstellung des Gin-Tonic-Geschäfts in Höhe von 1,7 Mio. Euro führten zu einem Einbruch des operativen Ergebnisses (EBIT) von 9,2 auf nur noch 2,4 Mio. Euro. Wie im Vorjahr wurde das Ergebnis durch einen Ertrag in Höhe von 0,5 Mio. Euro aus dem Verkauf von Kunstwerken positiv beeinflusst.

Bei einem leicht verbesserten Finanzergebnis und einer prozentual lediglich marginal veränderten Steuerquote erreichte der Konzernjahresüberschuss nach Anteilen Dritter nur noch 1,1 Mio. Euro nach 5,8 Mio. Euro im Vorjahr. Das Ergebnis je Vorzugsaktie sank entsprechend auf 0,11 (Vj. 0,45) Euro und blieb damit noch leicht unter unserer bereits im Jahresverlauf reduzierten Schätzung von 0,14 Euro.

Positiv vermerken wir die Entwicklung des Free Cashflows, der mit 2,8 (-1,1) Mio. Euro klar positiv war und von einem verbesserten Forderungsmanagement sowie Vorratsabbau profitierte. Neben der unverändert soliden Finanzlage und der Erwartung steigender Ergebnisse im angelaufenen Geschäftsjahr 2015/16 war unseres Erachtens die Liquiditätsentwicklung mit dafür verantwortlich, dass das Management die Ausschüttung einer Dividende von 0,25 Euro je Vorzugsaktie vorschlägt. Dieser Wert liegt über dem erzielten EPS, was einer teilweisen Substanzausschüttung gleichkommt, aber auch über unserer letzten Schätzung von 0,20 Euro, so dass wie hier positiv überrascht sind.

### **Ausblick mit hoffnungsvollen Zeichen**

Nachdem das letzte Geschäftsjahr nicht befriedigend verlief und damit das schwächste Jahr seit 2007/08 darstellt, erscheinen die Aussichten für das angelaufene Geschäftsjahr deutlich freundlicher. Russland wird dabei jedoch als großer Belastungsfaktor erhalten bleiben, wenngleich zu hoffen ist, dass die Einschnitte nicht mehr so ausgeprägt wie zuletzt in Erscheinung treten.

Umsatzseitig ist aber zu beachten, dass nach der Auslieferung der Sommersaison 2016 die Erlöse von Gin Tonic entfallen werden und auch beim letzten Private-Label-Kunden absehbar ist, dass sich der Umsatzanteil nochmals halbieren wird. Zusammen dürften hier etwas mehr als 3 Prozent der Konzernerlöse wegfallen, die jedoch margenschwach waren. Aufgrund der ansonsten vorhandenen Wachstumsstärke des Kerngeschäfts könnte aus Sicht des Managements bei einem sehr guten Verlauf in 2015/16 sogar eine leichte Umsatzsteigerung erzielt werden. In der offiziellen Prognose rechnet Ahlers allerdings mit einem sehr moderaten Erlösminus.

Da im laufenden Geschäftsjahr einige Belastungsfaktoren entfallen werden, sollen selbst bei stabilen bis leicht rückläufigen Umsätzen das EBIT nach Sondereffekten sowie das Konzernergebnis nach Steuern deutlich über den Vorjahreswerten liegen.

### **Neue Segmentierung ab 2015/16**

Im Zuge der Einstellung von Gin Tonic wird Ahlers künftig nur noch in zwei Segmenten berichten. Das Segment „Premium Brands“ beinhaltet unverändert die Marken Pierre Cardin, Baldessarini sowie Otto Kern. Die Bereiche „Jeans & Workwear“ sowie „Men´s & Sportswear“ werden hingegen künftig in dem neuen Segment „Jeans, Casual & Workwear“ mit den Marken Pioneer, Pioneer Jeans & Casuals, Pioneer Workwear und Jupiter zusammengefasst.

Um für das auch in 2016 anspruchsvoll bleibende Umfeld im textilen Bekleidungseinzelhandel in Europa gerüstet zu sein, zeitgleich aber auch sich bietende Marktchancen ergreifen zu können, hat das Ahlers-Management zahlreiche Maßnahmen initiiert, die Umsätze und Ergebnisse steigern sollen. Hierzu gehören beispielsweise die weitere Erschließung der Märkte Frankreich, Belgien und Spanien in Bezug auf die Marke Pierre Cardin. Ebenso ist für den Spätsommer die Live-Schaltung des Pierre Cardin Online-Shops geplant, nachdem das E-commerce-Geschäft im Konzern im letzten Jahr solide 26 Prozent gewachsen ist und erfreulicherweise bereits schwarze Zahlen schreibt.

Nach einem Wechsel des Dienstleisters sollen die bereits bestehenden Online-Shops für Baldessarini sowie Otto Kern internationalisiert werden, wobei der neue Dienstleister auch die komplette Abwicklung inklusive Logistik etc. anbietet.

Auch die Themen Kostenmanagement sowie Working-Capital-Management werden im laufenden Geschäftsjahr im Fokus stehen, so dass wiederum ein positiver Free Cashflow erzielt werden soll.

### **GSC-Prognosen überarbeitet**

Vor dem Hintergrund der vorgelegten Geschäftszahlen für 2014/15 haben wir unsere Prognosereihen für die Folgejahre überarbeitet, nachdem wir insbesondere für die Umsatzseite bis zuletzt noch optimistischer gewesen waren.

Nachdem wir in den letzten Jahren das ein oder andere Mal am Jahresanfang noch sehr hoffnungsvoll gewesen waren, wählen wir dabei jetzt bewusst einen konservativen Ansatz und haben daher unsere bisherigen Schätzungen nochmals reduziert.

Für das angelaufene Geschäftsjahr 2015/16 erwarten wir jetzt bei Umsätzen von 241,0 (bisher 250,0) Mio. Euro ein EBIT von 6,1 nach zuvor noch 11,6 Mio. Euro. Nach leichten Adjustierungen beim Finanzergebnis sowie bei der Steuerquote errechnen wir nunmehr einen Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 3,6 (7,3) Mio. Euro. Der Gewinn je Vorzugsaktie sollte dann bei 0,29 (0,56) Euro liegen. Unsere Dividendenprognose nehmen wir dementsprechend auf 0,30 (0,50) Euro zurück.

Für das Geschäftsjahr 2016/17 reduzieren wir bei geschätzten Erlösen von 250,0 (257,5) Mio. Euro das prognostizierte EBIT von 12,7 auf 9,3 Mio. Euro und das erwartete Ergebnis je Aktie von 0,61 auf 0,46 Euro. Die Dividende sehen wir dann bei 0,40 Euro.

### **Bewertung und Fazit**

Mit dem schwachen Ergebnisausweis für 2014/15 steht die Ahlers AG in der Riege der deutschen börsennotierten Textilunternehmen nicht alleine da, wenngleich die Russlandkrise Ahlers deutlich überproportional getroffen hat und zudem die weiteren Aufwendungen für Gin Tonic zusätzlich belastet haben. Selbst bei einem nochmals nur stabilen stationären Bekleidungseinzelhandel sind wir aber optimistisch, dass sich der Konzern im neuen Geschäftsjahr deutlich stärker als die Wettbewerber entwickeln kann. Dies leiten wir aus der guten Positionierung der Premiummarken und aus dem stark wachsenden Onlinegeschäft ab. Außerdem werden auf der Ergebnisseite einige Belastungsfaktoren entfallen.

Wie wir bereits in unserem Research-Update vom 27.10.2015 sowie im Rahmen unserer Branchenstudie „Modewerte“ vom 04.12.2015 angemerkt hatten, sind wir unverändert optimistisch, dass das Geschäftsjahr 2014/15 nun das letzte Übergangsjahr für Ahlers gewesen sein sollte. Trotz der deutlich reduzierten Dividende errechnet sich auf dem aktuellen Kursniveau für die Vorzugsaktie noch eine im derzeitigen Kapitalmarktumfeld attraktive Rendite von 3,4 Prozent. Da wir bei steigenden Ergebnissen auch wieder mit höheren Ausschüttungen rechnen, sollte die Investmentstory einer rentierlichen und anleiheähnlichen Beteiligung weiter intakt bleiben.

Angesichts unserer reduzierten Prognosereihen nehmen wir unser Kursziel von 9,00 auf 8,00 Euro zurück. Wir glauben dabei, dass die negativen Nachrichten nun zum Großteil verarbeitet sind und der Börsenkurs langsam seinen Boden gefunden hat. Daher dürften die kommenden Zahlen und Meldungen von Ahlers eher positiv aufgenommen werden und der Aktie wieder Schwung verleihen. Vor diesem Hintergrund stufen wir die Ahlers-Vorzugsaktie auf dem aktuellen Kursniveau weiterhin als gute Halteposition ein.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Ahlers AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.11.	2012/13		2013/14		2014/15		2015/16e		2016/17e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>246,7</b>	<b>97,7%</b>	<b>257,1</b>	<b>98,9%</b>	<b>241,9</b>	<b>101,5%</b>	<b>241,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>250,0</b>	<b>99,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			4,2%		-5,9%		-0,4%		3,7%	
Bestandsveränderungen	5,9	2,3%	2,9	1,1%	-3,5	-1,5%	0,5	0,2%	1,0	0,4%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>252,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>260,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>238,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>241,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>251,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		-8,3%		1,3%		3,9%	
Materialaufwand	128,3	50,8%	131,7	50,7%	119,5	50,1%	122,2	50,6%	126,3	50,3%
Veränderung zum Vorjahr			2,6%		-9,3%		2,3%		3,3%	
<b>Rohertrag</b>	<b>124,3</b>	<b>49,2%</b>	<b>128,3</b>	<b>49,3%</b>	<b>119,0</b>	<b>49,9%</b>	<b>119,3</b>	<b>49,4%</b>	<b>124,7</b>	<b>49,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			3,3%		-7,3%		0,3%		4,6%	
Personalaufwand	52,7	20,9%	55,2	21,2%	53,7	22,5%	51,9	21,5%	52,7	21,0%
Veränderung zum Vorjahr			4,7%		-2,6%		-3,4%		1,5%	
Sonstiges Ergebnis	-58,9	-23,3%	-58,5	-22,5%	-56,5	-23,7%	-55,5	-23,0%	-57,1	-22,8%
Veränderung zum Vorjahr			0,7%		3,4%		1,8%		-2,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>12,6</b>	<b>5,0%</b>	<b>14,6</b>	<b>5,6%</b>	<b>8,7</b>	<b>3,6%</b>	<b>11,8</b>	<b>4,9%</b>	<b>14,9</b>	<b>6,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			15,5%		-40,5%		36,4%		26,2%	
Abschreibungen	5,3	2,1%	5,4	2,1%	6,3	2,6%	5,7	2,4%	5,6	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		15,6%		-8,9%		-1,8%	
<b>EBIT</b>	<b>7,3</b>	<b>2,9%</b>	<b>9,2</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0%</b>	<b>6,1</b>	<b>2,5%</b>	<b>9,3</b>	<b>3,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			24,8%		-73,6%		153,6%		52,2%	
Finanzergebnis	-0,7	-0,3%	-0,7	-0,3%	-0,5	-0,2%	-0,6	-0,2%	-0,6	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-12,4%		34,2%		-22,7%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>6,7</b>	<b>2,6%</b>	<b>8,4</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8%</b>	<b>5,5</b>	<b>2,3%</b>	<b>8,7</b>	<b>3,5%</b>
Steuerquote	16,8%		28,3%		29,4%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	1,1	0,4%	2,4	0,9%	0,6	0,2%	1,7	0,7%	2,6	1,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,6</b>	<b>2,2%</b>	<b>6,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6%</b>	<b>6,1</b>	<b>2,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			8,6%		-77,4%		184,2%		57,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,4		0,3		0,2		0,2		0,2	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>5,2</b>	<b>2,1%</b>	<b>5,8</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5%</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5%</b>	<b>5,9</b>	<b>2,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			11,1%		-80,1%		216,2%		62,8%	
Anzahl der Aktien	13,682		13,682		13,682		13,682		13,682	
<b>Gewinn je Vorzugsaktie</b>	<b>0,41</b>		<b>0,45</b>		<b>0,11</b>		<b>0,29</b>		<b>0,46</b>	

## Aktionärsstruktur

### Stammaktien (7.600.314 Stück):

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	76,32%
Dr. Stella A. Ahlers und Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,31%
Streubesitz	23,37%

### Vorzugsaktien (6.081.206 Stück):

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	20,71%
Dr. Stella A. Ahlers und Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,07%
Streubesitz	79,22%

## Termine

12.04.2016	Zwischenbericht erstes Quartal 2015/16
13.04.2016	Analystenkonferenz in Frankfurt/Main
03.05.2016	Ordentliche Hauptversammlung in Düsseldorf
14.07.2016	Halbjahresbericht 2015/16
12.10.2016	Zwischenbericht drittes Quartal 2015/16
13.10.2016	Analystenkonferenz in Frankfurt/Main

## Kontaktadresse

Ahlers AG  
Elverdisser Straße 313  
D-32052 Herford

Email: [ahlers-ag@ahlers-ag.com](mailto:ahlers-ag@ahlers-ag.com)

Internet: [www.ahlers-ag.com](http://www.ahlers-ag.com)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Karsten Kölsch (CFO)

Tel.: +49 (0) 5221 / 979 - 211

Fax: +49 (0) 5221 / 71222

Email: [investor.relations@ahlers-ag.com](mailto: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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
04.12.2015	7,85 €	Halten	9,00 €
27.10.2015	8,07 €	Halten	9,00 €
24.07.2015	8,10 €	Halten	9,00 €
19.03.2015	11,49 €	Halten	11,50 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,5%	60,0%
Halten	34,1%	40,0%
Verkaufen	11,4%	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. 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](http://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.