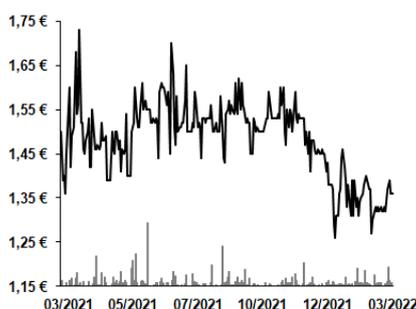


Akt. Kurs (02.03.2022, 14:41, Ffm.): 1,37 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **1,60 (1,40) EUR**

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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	1,73 €	1,20 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	1,37 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	13.681.520	
<b>Streubesitz:</b>	39,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	18,7 Mio. €	



#### Kennzahlen

	19/20	20/21	21/22e	22/23e
<b>Umsatz</b>	151,6	142,5	183,0	196,0
<i>bisher</i>	153,0	173,0	185,0	---
<b>EBIT</b>	-15,3	-7,2	-2,9	1,8
<i>bisher</i>	-16,0	-2,5	1,2	---
<b>Jahresüb.</b>	-18,6	-9,3	-4,6	0,2
<i>bisher</i>	-17,4	-4,7	-0,8	---
<b>Erg./Aktie</b>	-1,36	-0,68	-0,33	0,02
<i>bisher</i>	-1,27	-0,34	-0,06	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	neg.	neg.	85,8
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[j.nielsen@gsc-research.de](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

#### Kurzportrait

Die 1919 gegründete und in der dritten Generation familiengeführte Ahlers AG ist einer der führenden Männermodehersteller in Deutschland und Europa sowie Russland. Das Markenportfolio umfasst die vier im mittleren bis gehobenen Preissegment positionierten Menswear-Brands Baldessarini, Pierre Cardin, Otto Kern und Pioneer Jeans sowie Profi-Berufskleidung unter der Marke Pionier Workwear. Der Konzern mit rund 1.600 Mitarbeitenden erwirtschaftete in 2020/21 im Wholesale-Geschäft mit dem stationären Bekleidungseinzelhandel, Filialisten und Warenhäusern 84,1 Prozent seiner Erlöse. Die übrigen 15,9 Prozent entfielen auf überwiegend in Osteuropa betriebene eigene und Partner-Stores, Outlets sowie das eCommerce-Geschäft, das den eigenen Vertrieb über Online-Shops und Plattformen sowie Online-Shops von Wholesale-Partnern umfasst. Insgesamt lag die Exportquote bei 45,9 Prozent.

#### Anlagekriterien

##### Mit „New Tomorrow“ Rückkehr in die Erfolgsspur geplant

Im Geschäftsjahr 2018/19 (bis 30.11.) hatte die Ahlers AG ein Maßnahmenprogramm zur Ertrags- und Effizienzsteigerung abgeschlossen. Angesichts der daraus erzielten Effekte sowie einer sehr guten Vororder für die Herbst-/Winterware 2020 standen die Zeichen für 2019/20 gut, nach zwei Verlustjahren wieder in die Gewinnzone zurückkehren zu können. Doch dann kam Corona und verhaselte wie dem gesamten Bekleidungseinzelhandel auch dem Herforder Traditionsunternehmen sein Zahlenwerk gründlich.

Die Pandemie beschleunigte insbesondere die bereits zuvor seit Jahren in der Modebranche zu beobachtenden Trends der mit sinkenden Frequentierungen der Innenstädte einhergehenden Verschiebung vom stationären zum Online-Handel sowie der zunehmenden Casualisierung massiv. Um das Unternehmen präzise auf die veränderten Marktbedingungen auszurichten, hat der Vorstand Anfang des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020/21 unter dem Titel „New Tomorrow“ das umfangreichste strategische Performance-Programm der Unternehmensgeschichte aufgelegt.

In diesem Rahmen wurde die strategische und inhaltliche Ausrichtung der einzelnen Marken und ihrer Vertriebskanäle unter Einbeziehung der Branchen-Megatrends Digitalisierung, eCommerce, Casualisierung und Nachhaltigkeit neu justiert. Neben der Anpassung von Markenaussagen und -auftritt sowie Kundenorientierung und -ansprache lag und liegt der Fokus dabei auch auf einem anhaltenden Ausbau des eCommerce-Geschäfts. Zudem sollen die Kosten insbesondere auf der Beschaffungsseite weiter gesenkt werden. Dem stehen allerdings bereits erfolgte und nun aufgrund des Ukraine-Kriegs zu erwartende weitere Anstiege der Rohstoff-, Energie- und Transportpreise entgegen.

##### Geschäftsentwicklung auch 2020/21 signifikant durch Corona belastet

Der Start in das vergangene Geschäftsjahr 2020/21 am 1. Dezember 2020 fiel nahezu deckungsgleich auf den Beginn der neuerlichen, langanhaltenden Lockdowns in Deutschland und den meisten anderen europäischen Ländern, die sich massiv auf den Bekleidungseinzelhandel auswirkten. Nach einer vorübergehenden Normalisierung des Geschäfts im Sommer führten steigende Fallzahlen ab dem Herbst wieder zu zunehmenden Beschränkungen.

Insgesamt waren bei der Ahlers AG in 2020/21 acht Monate gegenüber fünf Monaten im Vorjahr durch Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie belastet. Darüber hinaus beeinträchtigten Störungen der Lieferketten in der zweiten Hälfte des Berichtszeitraums die Auslieferung der Herbst-/Winterware sowie die Nachversorgung der Händler mit NOS (never out of stock)-Beständen.

Gemäß dem „TW-Testclub“ der Fachzeitschrift TextilWirtschaft musste der stationäre Modehandel in Deutschland in 2021 ein Umsatzminus von 12 Prozent hinnehmen. Im Verhältnis dazu schlug sich Ahlers im abgelaufenen Geschäftsjahr mit um 6,0 Prozent auf 142,5 (Vj. 151,6) Mio. Euro rückläufigen Erlösen noch vergleichsweise gut. Im Vorjahr hatte, neben den Corona-Effekten, die Einstellung der Sportswear-Marke Jupiter sowie der Damen-Aktivitäten von Pierre Cardin und Pioneer dazu geführt, dass der Umsatzrückgang mit 26,8 Prozent über dem Branchenwert von 22 Prozent ausgefallen war.

Dabei verbuchte der eCommerce in 2020/21 ein kräftiges Wachstum von 34,2 Prozent, das damit auch deutlich über dem Branchenschnitt von 20,7 Prozent lag. Dies konnte jedoch die Rückgänge beim Hauptumsatzträger, dem Wholesale-Geschäft, nicht kompensieren. Im eigenen Einzelhandel sanken die Erlöse ebenfalls um 5,5 Prozent, flächenbereinigt fiel allerdings nur ein leichtes Minus von 1 Prozent an.

#### **Verlust durch Sondereffekte halbiert**

Die Bestandsveränderungen fielen in 2020/21 mit minus 1,5 nach plus 3,7 Mio. Euro im Vorjahr negativ aus. Hintergrund waren aus Corona-bedingt erforderlichen Preisnachlässen resultierende Wertberichtigungen auf Vorräte in Höhe von 5,5 (Vj. 0,0) Mio. Euro. Daher gab der Rohertrag trotz einer unveränderten Materialaufwandsquote von 55,2 Prozent überproportional zum Umsatz auf 62,3 (71,7) Mio. Euro entsprechend einer Marge von 43,8 (47,3) Prozent nach. Bereinigt um die als Sondereffekte verbuchten vorgenannten Wertberichtigungen belief sich der Rohertrag auf 67,8 Mio. Euro, was eine leicht auf 47,6 Prozent erhöhte bereinigte Marge bedeutete.

Die im Vorjahr erfolgte Einstellung von Aktivitäten, die Schließung des polnischen Produktionswerks und die Nutzung von Kurzarbeit führten zu deutlichen Entlastungen bei den Personalaufwendungen. So reduzierten diese sich in Summe bei einer um 200 Mitarbeitende verringerten durchschnittlichen Beschäftigtenzahl um 15,6 Prozent auf 34,6 (41,0) Mio. Euro. Dabei fielen noch Einmalbelastungen aus Abfindungen von 0,5 (2,6) Mio. Euro an.

Noch deutlicher verbesserte sich der Saldo aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen um 27,1 Prozent auf minus 26,3 (-36,1) Mio. Euro. Dabei sind allerdings saldierte positive Sondereffekte von 13,3 (0,3) Mio. Euro zu berücksichtigen. Diese resultierten hauptsächlich aus staatlichen Corona-Hilfen von 11,9 Mio. Euro sowie Erträgen aus der Veräußerung einer nicht betriebsnotwendigen Immobilie von 2,1 Mio. Euro und Kunstverkäufen von 0,7 Mio. Euro. Um sämtliche Einmaleffekte bereinigt verringerte sich das sonstige Ergebnis hingegen auf minus 39,4 (-36,4) Mio. Euro. Ursächlich hierfür waren mit dem Umsatzauswachstum im eCommerce verbundene höhere Aufwendungen sowie gestiegene Fracht-, Kommissionierungs- und Marketingkosten.

Auf dieser Basis drehte das berichtete EBITDA von minus 5,4 auf plus 1,5 Mio. Euro wieder in den positiven Bereich. Ohne Berücksichtigung der saldierten Sondereffekte in Höhe von 7,3 (-2,3) Mio. Euro bei Rohertrag, Personalaufwand und sonstigem Ergebnis sank das operative EBITDA allerdings infolge der fehlenden Umsätze auf minus 5,7 (-3,1) Mio. Euro.

Bedingt durch eine in den letzten beiden Jahren geübte strikte Investitionszurückhaltung sanken die Abschreibungen einschließlich Einmalbelastungen von unverändert 0,6 Mio. Euro auf 8,6 (9,9) Mio. Euro. Insgesamt resultierte daraus eine Verbesserung des berichteten EBIT von minus 15,3 auf minus 7,2 Mio. Euro. Bereinigt um sämtliche Sondereffekte, die sich saldiert auf 6,6 (-2,9) Mio. Euro beliefen, gab es jedoch auf minus 13,8 (-12,4) Mio. Euro nach.

Das Finanzergebnis verharrte im vergangenen Geschäftsjahr bei minus 1,9 Mio. Euro. Bei einem Steuerertrag von 0,2 Mio. Euro kam nach Anteilen Dritter von 0,4 Mio. Euro schließlich ein Ergebnis von minus 9,3 Mio. Euro bzw. minus 0,68 Euro je Aktie zum Ausweis. Im Vorjahr war der Verlust bei einer Steuerbelastung von 1,2 Mio. Euro und Drittanteilen von 0,1 Mio. Euro mit minus 18,6 Mio. Euro entsprechend minus 1,36 Euro je Anteilsschein noch doppelt so hoch ausgefallen.

### **Baldessarini und Otto Kern profitieren von Neupositionierung**

Im Segment „Premium Brands“ mit den Marken Baldessarini, Pierre Cardin und Otto Kern gingen die Erlöse um 4,6 Prozent auf 101,7 (Vj. 106,6) Mio. Euro entsprechend einem Umsatzanteil von 71 (70) Prozent zurück. Dabei führten der Relaunch von Baldessarini sowie die Neuausrichtung von Otto Kern trotz der behördlich verordneten Corona-Eindämmungsmaßnahmen bei diesen beiden Marken zu einer positiven Entwicklung. Bei Pierre Cardin drückten hingegen das vermehrte Arbeiten im Homeoffice sowie aufgrund der Beschränkungen fehlende gesellschaftliche Anlässe auf die Nachfrage nach Anzügen, Sakkos und Hemden. Infolge der geringeren Umsatzbasis sank auch das EBIT des Segments vor Sondereffekten auf minus 11,2 (-10,1) Mio. Euro.

Das Segment „Jeans & Workwear“ mit den Marken Pioneer Authentic Jeans und Pionier Workwear musste aufgrund der Corona-bedingten Schließungen des Einzelhandels und Auswirkungen der gestörten Lieferketten im zweiten Halbjahr eine stärkere Reduktion der Erlöse um 9,3 Prozent auf 40,8 (45,0) Mio. Euro hinnehmen. In der Folge verringerte sich der Anteil am Konzernumsatz leicht von 30 auf 29 Prozent. Da die Kostenstrukturen der Sparte jedoch durch Umstrukturierungs- und Sparmaßnahmen im Vorjahresvergleich deutlich verbessert wurden, konnte der Rückgang beim Segment-EBIT auf 0,3 Mio. Euro entsprechend einem Wert von minus 2,8 (-2,5) Mio. Euro begrenzt werden.

### **Free Cashflow positiv, Bilanzrelationen verbessert**

Trotz des erneuten Verlustausweises fiel der Free Cashflow nach minus 7,6 Mio. Euro im Vorjahr mit 4,4 Mio. Euro in 2020/21 wieder positiv aus. Dies resultierte vor allem daraus, dass das Net Working Capital im abgelaufenen Geschäftsjahr im Zuge eines signifikanten Vorratsabbaus um fast 20 Prozent reduziert werden konnte.

Die Erlöse aus den im Berichtszeitraum getätigten Immobilien- und Kunstverkäufen wurden zur Entschuldung eingesetzt. In Verbindung mit der Verringerung des Net Working Capitals sowie den Zuflüssen aus den staatlichen Corona-Hilfen führte dies dazu, dass die Nettofinanzverschuldung zum Bilanzstichtag um gut 30 Prozent von 42,7 Mio. Euro im Vorjahr auf 29,6 Mio. Euro sank. Dabei belief sich die Barliquidität auf 6,0 (4,6) Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote bewegte sich mit 46,6 (45,5) Prozent unverändert auf einem guten Niveau.

### Guidance sieht Turnaround in 2022/23

Bereits im Sommer des vergangenen Jahres zeigte die Neuausrichtung der Marken und Vertriebskanäle im Rahmen von „New Tomorrow“ erste positive Effekte, die sich in einer äußerst erfreulichen Resonanz bei der Vororder für die nun zur Auslieferung anstehende Frühjahrs-/Sommerware 2022 widerspiegeln. Vor diesem Hintergrund erwartet Ahlers unter der Prämisse, dass neuerliche größere Lockdowns sowie nennenswerte Störungen der Liefer- und Produktionsketten ausbleiben, im aktuellen Geschäftsjahr 2021/22 Konzern Erlöse zwischen 180 und 195 Mio. Euro. Dies würde einen Zuwachs von etwa 26 bis 37 Prozent bedeuten.

Während das Geschäft in Dezember 2021 und Januar 2022 noch unter den wieder verschärften Beschränkungen im Einzelhandel litt, sollte sich die Situation demgemäß nun sukzessive entspannen und dabei insbesondere im zweiten Halbjahr wieder zu einer deutlichen Belebung führen. In diesen Rahmen soll der eCommerce seinen aktuell bereits erreichten Umsatzanteil von rund 15 Prozent auch auf dem prognostizierten erhöhten Erlösniveau weiterhin halten.

Wie der Vorstand auf der Bilanzpressekonferenz am 23. Februar 2022 ausführte, wird zwar im laufenden Geschäftsjahr von einer leicht sinkenden Beschäftigtenzahl ausgegangen, es sind aber keine größeren Personalmaßnahmen geplant. Die Preissteigerungen bei Rohstoffen, Energie und Transport will man soweit möglich weitergeben, wobei die Eckpreislagen, also unter einer runden Zahl liegende Verkaufspreise, wohl tendenziell eher gehalten werden.

Insgesamt stellt 2021/22 allerdings Corona-bedingt nochmals ein Transformationsjahr dar. Daher wird beim EBIT vor Sondereffekten, die per Saldo in etwa ausgeglichen ausfallen sollen, mit einem niedrigen einstelligen negativen Millionen-Euro-Betrag gerechnet. Auf dieser Basis wird ein Konzernergebnis vor Anteilen Dritter zwischen minus 2,0 und minus 5,0 Mio. Euro erwartet. Mit einer sukzessiven nachhaltigen Normalisierung der Rahmenbedingungen und vollem Greifen der Effekte aus „New Tomorrow“ steht dann für das kommende Geschäftsjahr 2022/23 die Rückkehr in die schwarzen Zahlen auf der Agenda.

Der einen Tag nach der Bilanzvorlage ausgebrochene Ukraine-Krieg sowie die in der Folge beschlossenen Sanktionen gegen Russland haben nun allerdings die Rahmenbedingungen insbesondere in diesen beiden Ländern deutlich verändert. Zum Bilanzstichtag befanden sich 8 von 23 eigenen Geschäften sowie 2 von 27 Outlets in Russland. Zudem entfielen 41 von 92 Partnerstores auf Russland und die Ukraine. Dabei wurden die Warenlieferungen an Partner in den betroffenen Regionen bereits im Zuge der zunehmenden Verschärfung der Lage weitgehend auf Vorkasse umgestellt.

Nach Vorstandangaben bewegten sich die in Russland und der Ukraine insgesamt erzielten Umsatzerlöse im vergangenen Geschäftsjahr im hohen einstelligen Millionen-Euro-Bereich, wobei der Großteil davon auf Russland entfällt. Während das Geschäft in der Ukraine seit Kriegsbeginn quasi zum Erliegen gekommen sein dürfte, bleibt momentan noch abzuwarten, inwieweit die Entwicklung auch in Russland durch eventuelle weitere Sanktionen zukünftig beeinträchtigt wird. Ebenso ist derzeit das Ausmaß der zu erwartenden Auswirkungen des Konflikts auf die Lieferketten sowie vor allem die Rohstoff-, Energie- und Transportkosten nicht abschätzbar.

Unwägbarkeiten birgt zudem die am 31. Januar 2022 vermeldete Eröffnung eines kartellrechtlichen Ermittlungsverfahrens durch die Europäische Kommission. Gegenstand ist die Prüfung, ob im Zusammenhang mit den Markenlizenzvereinbarungen mit dem Modehaus Pierre Cardin Wettbewerbsvorschriften verletzt wurden.

Nähere Informationen sind – wie in dieser Verfahrensphase üblich – derzeit noch nicht von den Wettbewerbshütern erhältlich, so dass dem Ahlers-Vorstand eine Bewertung der Hintergründe sowie möglicher Auswirkungen der Untersuchung aktuell noch nicht möglich ist.

### **GSC-Schätzungen berücksichtigen Ukraine-Krieg**

Zu den weiterhin bestehenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie sind unmittelbar nach Veröffentlichung des Unternehmensausblicks die massiven aus dem Ukraine-Krieg resultierenden Unwägbarkeiten hinzugekommen. Der Konflikt dürfte sich bei Ahlers bislang vor allem auf die Aktivitäten in der Ukraine auswirken. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass eine Ausweitung der Sanktionen gegen Russland künftig auch das dortige Geschäft treffen wird. Zudem sind die Effekte der Auseinandersetzung auf der Kostenseite noch nicht abschätzbar.

Vor diesen Hintergründen haben wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2021/22 eher vorsichtig im unteren Bereich der jeweiligen Prognosebandbreiten angesetzt. Konkret sehen wir bei einem Umsatzvolumen von 183 Mio. Euro das EBIT bei minus 2,9 Mio. Euro sowie das Konzernergebnis vor und nach Anteilen Dritter bei minus 4,6 Mio. Euro bzw. minus 0,33 Euro je Aktie.

Im kommenden Geschäftsjahr 2022/23 gehen wir von einem weiteren Erlöszuwachs von gut 7 Prozent auf 196 Mio. Euro aus. Dabei erwarten wir mit 1,8 Mio. Euro wieder ein positives EBIT. Auf dieser Basis dürfte auch das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter mit 0,2 Mio. Euro entsprechend 0,02 Euro je Anteilsschein wieder in die schwarzen Zahlen drehen. Auch in den Folgejahren sollte sich der positive Umsatz- und Ergebnistrend fortsetzen, so dass wir dann mit sukzessive weiter steigenden Jahresüberschüssen rechnen.

### **Bewertung**

Aufgrund der derzeitigen Restrukturierungs- und Transformationsphase der Ahlers AG erwarten wir bis 2022/23 noch keine nennenswerten Gewinnaussweise. Eine adäquate Bewertung der Aktie ist daher unseres Erachtens aktuell nicht anhand von Peer-Group-Vergleich oder EBIT-Multiples, sondern ausschließlich mittels des DCF-Verfahrens darstellbar.

Dabei ergibt sich aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~4 Mio. Euro, Beta 1,20 wegen derzeit branchen-, corona- und kriegsbedingt erhöhter Unwägbarkeiten) ein fairer Wert von 1,62 Euro, weshalb wir unser gerundetes Kursziel auf 1,60 Euro anheben.

### **Fazit**

Nach zwei Verlustjahren war die Ahlers AG nach erfolgreicher Umsetzung eines Maßnahmenprogramms zur Ertrags- und Effizienzsteigerung bereits Anfang des vorletzten Geschäftsjahres auf einem guten Weg, in die schwarzen Zahlen zurückzukehren. Dann kam jedoch die Corona-Pandemie und stürzte den gesamten deutschen Bekleidungseinzelhandel in eine tiefe Krise. In der Folge musste das Herforder Traditionsunternehmen sowohl für das vorletzte als auch für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020/21 erneut negative Ergebnisse ausweisen.

Vor diesem Hintergrund hat der Vorstand Anfang 2021 mit „New Tomorrow“ das umfangreichste strategische Performance-Programm der Unternehmenshistorie aufgelegt, um die Gesellschaft auf die durch Corona beschleunigten, durch die Megatrends Digitalisierung, eCommerce, Casualisierung und Nachhaltigkeit geprägten veränderten Rahmenbedingungen der Modebranche auszurichten. Das Projekt umfasst sowohl eine Neujustierung der Marken und Vertriebskanäle als auch den professionellen Ausbau des eCommerce sowie weitere Optimierungen der Kostenstrukturen. Zudem steht für das laufende Geschäftsjahr die Erstellung einer Nachhaltigkeits-Roadmap auf der Agenda.

Zwar spiegeln sich in der stark durch Sondereffekte beeinflussten Erfolgsrechnung des vergangenen Geschäftsjahres noch keine nennenswerten Auswirkungen von „New Tomorrow“ wider. Schon im Sommer letzten Jahres stießen jedoch die im Zuge des Programms bis dahin umgesetzten Veränderungen bereits auf eine ausgesprochen positive Resonanz im Rahmen der Vororder für die Frühjahrs-/Sommerware 2022. Mit der jetzt anstehenden Auslieferung werden diese Veränderungen nun auch für die Verbraucher sichtbar. Ein weitgehend störungsfreier Abverkauf der Ware sollte sich dann auch dementsprechend positiv im Zahlenwerk niederschlagen.

Unwägbarkeiten bestehen dabei weiterhin an der Corona-Front, auch wenn die Entwicklung dort derzeit eher auf eine nachhaltigere Entspannung hindeutet. Als weiterer, ebenfalls nicht von Ahlers beeinflussbarer Risikofaktor hinzugekommen ist nun jedoch einen Tag nach der Bilanzvorlage der Ukraine-Krieg. Angesichts des dynamisch eskalierenden Konflikts zwischen Russland und dem Westen sind dessen Auswirkungen insbesondere auf Lieferketten, Rohstoff-, Energie- und Transportkosten sowie auch das Russland-Geschäft von Ahlers derzeit nicht abschätzbar.

Vor diesen Hintergründen haben wir unsere Schätzungen eher vorsichtig in den unteren Bereichen der Prognosebandbreiten des Unternehmens angesetzt. Auch auf dieser Basis sind wir jedoch zuversichtlich, dass die Herforder im kommenden Geschäftsjahr 2022/23 mit einem nachhaltigen Turnaround den Sprung in ein „New Tomorrow“ des wieder profitablen Wachstums schaffen können. Zu beachten ist dabei, dass auch ein Anfang 2021 erstelltes Sanierungsgutachten nach IDW S6 der Ahlers AG ihre Wettbewerbs- und Renditefähigkeit bei erfolgreicher Umsetzung von „New Tomorrow“ bescheinigt.

Als sehr positiv werten wir insbesondere mit Blick auf die bestehenden Corona-bedingten und geopolitischen Unsicherheiten auch, dass der Konzern zum Bilanzstichtag bei einer deutlich reduzierten Nettoverschuldung unverändert eine gute Eigenkapitalquote von knapp 47 Prozent auswies. Zudem ist die Finanzierung, die teilweise durch Bürgschaften der Mehrheitsaktionärin und Vorstandsvorsitzenden Dr. Stella Ahlers unterlegt ist, bis 2025 gesichert.

Auf Basis des aktuellen Börsenkurses von 1,37 Euro liegt die Marktkapitalisierung der Ahlers AG bei 18,7 Mio. Euro, womit sie sich auf lediglich knapp ein Drittel des bilanziellen Eigenkapitals (ohne Anteile Dritter) von gut 58 Mio. Euro bzw. rund 4,24 Euro je Aktie beläuft. Angesichts dessen erscheint uns der Anteilsschein, auch wenn bis zum Erreichen der Gewinnschwelle noch ein gewisses Abschmelzen des Eigenkapitals zu erwarten ist, auf dem derzeitigen Niveau unterbewertet.

Bei Ansatz unseres auf 1,60 Euro erhöhten Kursziels ergibt sich für die Aktie des Herrenmode-Spezialisten momentan ein Kurspotenzial von knapp 17 Prozent. Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der derzeitigen Unwägbarkeiten hinsichtlich Corona und Ukraine-Krieg bestätigen wir unsere „Halten“-Einstufung. Investoren mit entsprechender Risikoaffinität könnte das aktuelle Kursniveau jedoch auch gute (Nach-)Kaufgelegenheiten bieten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Ahlers AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.11.	2018/19		2019/20		2020/21		2021/22e		2022/23e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>207,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>151,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>142,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>183,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>196,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-26,8%		-6,0%		28,5%		7,1%	
Bestandsveränderungen	-6,1	-2,9%	3,7	2,4%	-1,5	-1,1%	-1,0	-0,5%	-1,0	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr			161,0%		-141,7%		35,2%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>200,9</b>	<b>97,1%</b>	<b>155,3</b>	<b>102,4%</b>	<b>140,9</b>	<b>98,9%</b>	<b>182,0</b>	<b>99,5%</b>	<b>195,0</b>	<b>99,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-22,7%		-9,3%		29,2%		7,1%	
Materialaufwand	101,2	48,9%	83,6	55,2%	78,6	55,2%	101,4	55,4%	108,3	55,3%
Veränderung zum Vorjahr			-17,4%		-6,0%		29,0%		6,8%	
<b>Rohertrag</b>	<b>99,7</b>	<b>48,2%</b>	<b>71,7</b>	<b>47,3%</b>	<b>62,3</b>	<b>43,8%</b>	<b>80,6</b>	<b>44,1%</b>	<b>86,7</b>	<b>44,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-28,1%		-13,0%		29,3%		7,6%	
Personalaufwand	48,1	23,2%	41,0	27,0%	34,6	24,3%	33,9	18,5%	34,2	17,5%
Veränderung zum Vorjahr			-14,7%		-15,6%		-2,1%		1,1%	
Sonstiges Ergebnis	-48,8	-23,6%	-36,1	-23,8%	-26,3	-18,5%	-42,5	-23,2%	-44,3	-22,6%
Veränderung zum Vorjahr			26,1%		27,1%		-61,5%		-4,2%	
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,6%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0%</b>	<b>4,3</b>	<b>2,4%</b>	<b>8,2</b>	<b>4,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-289,1%		127,0%		196,0%		91,3%	
Abschreibungen	5,2	2,5%	9,9	6,6%	8,6	6,1%	7,2	3,9%	6,4	3,3%
Veränderung zum Vorjahr			89,5%		-13,0%		-16,7%		-11,1%	
<b>EBIT</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-15,3</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-7,2</b>	<b>-5,0%</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,6%</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-540,3%		53,1%		59,8%		163,7%	
Finanzergebnis	-0,6	-0,3%	-1,9	-1,3%	-1,9	-1,3%	-1,7	-0,9%	-1,6	-0,8%
Veränderung zum Vorjahr			-214,5%		4,4%		10,8%		6,6%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-17,3</b>	<b>-11,4%</b>	<b>-9,1</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,5%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1%</b>
Steuerquote	-23,6%		-7,0%		2,1%		0,0%		25,0%	
Ertragssteuern	0,7	0,3%	1,2	0,8%	-0,2	-0,1%	0,0	0,0%	0,1	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-3,7</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-18,5</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-8,9</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,5%</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-396,3%		52,1%		48,6%		104,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0 *		0,1		0,4		0,0 *		0,0 *	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-18,6</b>	<b>-12,3%</b>	<b>-9,3</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,5%</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-393,8%		50,0%		51,0%		104,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	13,682		13,682		13,682		13,682		13,682	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-0,28</b>		<b>-1,36</b>		<b>-0,68</b>		<b>-0,33</b>		<b>0,02</b>	

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

## **Aktionärsstruktur**

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	52,8%
Frau Dr. Stella A. Ahlers und Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,2%
Herr Rolf-Dieter Ingwersen-Weingarten	3,5%
Deutsche Balaton AG	3,6%
Streubesitz	39,9%

## **Termine**

28.04.2022	Ordentliche Hauptversammlung
14.07.2022	Halbjahreszahlen 2021/22 (01.12.2021-31.05.2022)

## **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 Ralf Kessler

Tel.: +49 (0) 5221 / 979 - 433

Fax: +49 (0) 5221 / 979 - 222

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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
30.10.2020	1,27 €	Halten	1,40 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2021):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	58,6%	75,0%
Halten	32,8%	25,0%
Verkaufen	8,6%	0,0%

### Mögliche Interessenkonflikte 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](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.