

Empfehlung: n.a. (zuvor: Kaufen)

Kursziel: n.a.

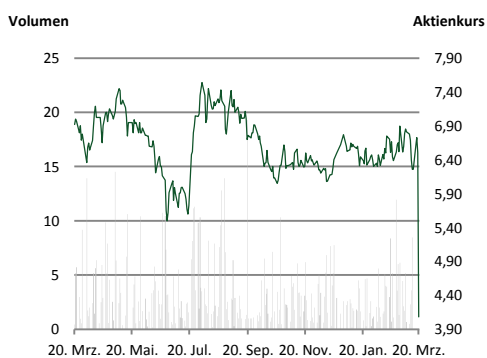
Kurspotenzial: n.a.

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	4,05 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	9,80
Marktkap. (in Mio. Euro)	39,7
Enterprise Value (in Mio. Euro)	88,1
Ticker	FW1
ISIN	DE000A0B95Y8

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	7,65
52 Wochen-Tief (in Euro)	3,99
3 M relativ zum CDAX	-35,9%
6 M relativ zum CDAX	-47,4%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	44,0%
Peter Wicht	24,0%
Carsten Maschmeyer	20,2%
Paladin	8,0%
AFM Holding	3,8%

Termine

GB 2013 Juni 2014

Prognosen Anpassung

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (alt)	127,8	152,4	170,6
Δ in %	-11,1%	-20,5%	-26,1%
EBIT (alt)	5,1	9,7	11,7
Δ in %	-89,4%	-77,1%	-65,8%
EPS (alt)	0,22	0,53	0,67
Δ in %	n.m.	n.m.	-83,6%

Analyst

Tim Kruse
+49 40 41111 37 66
t.kruse@montega.de

Publikation

Comment 21. März 2014

Erschütternde Nachrichten von MIFA – Fundamentale Beurteilung der Aktie derzeit nicht möglich

MIFA hat gestern in einer Ad-hoc-Mitteilung einen vorläufigen Jahresfehlbetrag in Höhe von 15 Mio. Euro in Aussicht gestellt und damit den Finanzmarkt geschockt.

Der Fehlbetrag ist nach ersten Einschätzungen auf unterjährige Fehlbuchungen von Vorratsvermögen zurückzuführen, die erst im Rahmen des Jahresabschlusses aufgefallen sind. Durch den hohen Verlust werden voraussichtlich die Covenants der Unternehmensanleihe sowie bestehender Bankkredite nicht erfüllt, sodass aufgrund von Sonderkündigungsrechten eine Refinanzierung bzw. Anpassung der Konditionen der Verbindlichkeiten notwendig sein könnte.

Der bisherige Alleinvorstand Peter Wicht steht dem Unternehmen derzeit krankheitsbedingt nicht zur Verfügung. Er wird durch Hans-Peter Barth vertreten, der zunächst bis zum Jahresende zum Vorstand Finanzen und Verwaltung bestellt wurde.

Laut Meldung steht dem Unternehmen derzeit genügend Liquidität für den operativen Betrieb zur Verfügung. Für das erste Quartal 2014 wird ein ausgeglichenes Ergebnis erwartet.

Zudem wurde erklärt, dass mit der HERO Cycles Ltd., der indische Zweiradhersteller mit dem MIFA seit Monaten über eine strategische Zusammenarbeit verhandelt, eine Absichtserklärung über eine Eigenkapitalbeteiligung in Höhe von 15 Mio. Euro unterzeichnet wurde. Rechtsverbindliche Vereinbarungen mit HERO werden innerhalb der nächsten Wochen erwartet.

Im gestern abgehaltenen **Conference Call** mit dem neuen Vorstand wurde darauf hingewiesen, dass HERO die Absichtserklärung im Wissen der aktuellen Herausforderungen unterschrieben hat. Zeitpunkt und Konditionen der Beteiligung stehen noch nicht fest. Es wurde bekräftigt, dass für das operative Geschäft derzeit genügend Liquidität vorhanden ist und für das laufende Jahr ein positives Ergebnis angestrebt wird. Die Umsatzentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr sowie im ersten Quartal sei jedoch deutlich unter der Erwartung und in etwa auf Niveau des Vorjahres. Ein gewichtiger Grund hierfür ist anscheinend eine erneute Verzögerung bei der Abnahme von Smart E-Bikes. Die entsprechende Unterauslastung von Kapazitäten sei daher ebenfalls eine Ursache für die aufgelaufenen Verluste in 2013.

Weiter auf der nächsten Seite →

Geschäftsjahresende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	111,3	109,3	113,7	121,2	126,0
Veränderung yoy	10,7%	-1,8%	4,0%	6,6%	4,0%
EBITDA	4,4	-9,1	4,5	6,4	8,2
EBIT	0,9	-12,9	0,5	2,2	4,0
Jahresüberschuss	-1,0	-13,6	-1,2	-0,1	1,1
Rohrertragsmarge	33,5%	20,9%	28,7%	29,7%	30,7%
EBITDA-Marge	3,9%	-8,3%	4,0%	5,3%	6,5%
EBIT-Marge	0,8%	-11,8%	0,5%	1,8%	3,2%
Net Debt	40,2	52,1	48,9	44,4	38,8
Net Debt/EBITDA	9,2	-5,7	10,8	6,9	4,7
ROCE	1,3%	-16,5%	0,7%	3,1%	6,0%
EPS	-0,12	-1,39	-0,13	-0,01	0,11
FCF je Aktie	-2,00	-1,22	0,33	0,46	0,57
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	20,2	n.m.	19,4	13,7	10,8
EV/EBIT	95,9	n.m.	161,4	39,6	22,1
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	36,8
P/B	1,0	1,6	1,6	1,7	1,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

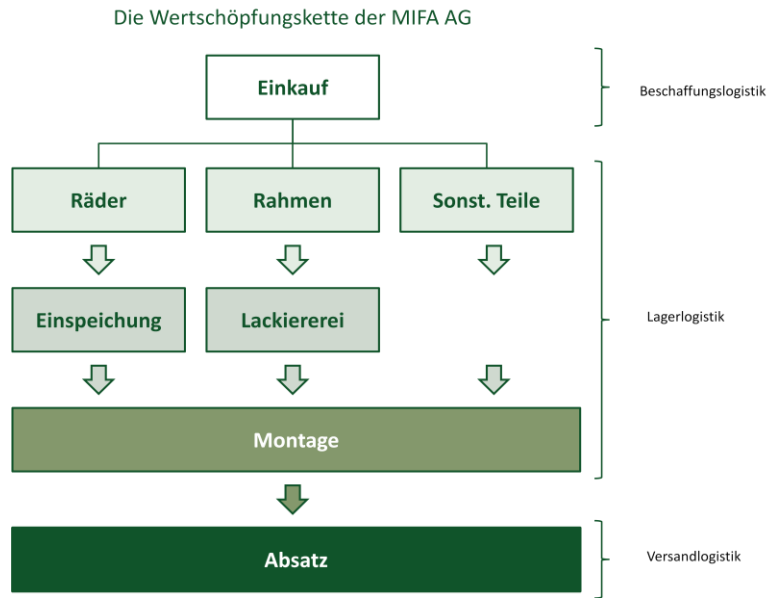
Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 4,05

Fazit: Die äußerst beunruhigende Meldung des Unternehmens kommt für uns völlig überraschend und dürfte das Vertrauen des Kapitalmarktes nachhaltig geschädigt haben. Abgesehen von den Ungereimtheiten in der Bestandserfassung liegt die in Aussicht gestellte Umsatzentwicklung erneut deutlich unter unserer Erwartung und der Guidance des Unternehmens. Offensichtlich entwickeln sich die Umsätze der neuen Marken Steppenwolf und Grace sowie die Verkäufe der Smart E-Bikes signifikant unter Plan. Der aktuelle Tumult um das Unternehmen dürfte die Gewinnung von Neukunden zudem weiter erschweren. Entsprechend sehen wir unseren bisherigen Investment Case für die Aktie als nicht mehr gegeben.

Derzeit bleiben für uns viele Fragen unbeantwortet. Wir haben unsere Umsatz- und Ergebniserwartungen massiv reduziert, halten die Prognosen aufgrund der spärlichen Informationslage jedoch nur für bedingt belastbar. Inwieweit die in Aussicht gestellte Kooperation mit HERO eine Entlastung der offensichtlich zu hohen Kostenstrukturen ermöglichen kann, ist aktuell nicht zu beurteilen. Entsprechend können wir derzeit keine fundamentale Beurteilung der Aktie vornehmen und setzen daher das Rating für MIFA aus.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die MIFA AG wurde 1907 in Sangerhausen (Sachsen/Anhalt) gegründet und ist heute der größte Fahrradhersteller in Deutschland. Wie die folgende Grafik zeigt, liegt die Wertschöpfung des Unternehmens vor allem im Einkauf, zwischengelagerten Produktionsschritten wie Lackierung und Einspeicherung sowie der anschließenden Montage und dem Vertrieb.

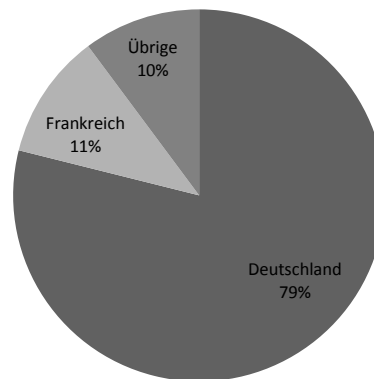


Die folgende Darstellung liefert einen kurzen Überblick über die traditionsreiche Historie des Unternehmens.

Vertriebs- und Absatzstruktur

MIFA vertreibt die in Sangerhausen hergestellten Fahrräder sowohl als OEM-Marken bedeutender Kunden (Versandhäuser, Warenhäuser, Discounter) sowie unter dem Label der eigenen Marken MIFA, Germatec, Steppenwolf und Grace (Fachhandel und E-Commerce). Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die regionale Umsatzverteilung:

Regionaler Umsatzsplit 2012



Quelle: Unternehmen

Vertriebskanal SB-Warenhäuser, Versandhändler und Lebensmitteleinzelhandel (Discounter):

Große Retailer und Discounter (Warenhäuser, Versandhändler etc.) stellen bei MIFA den dominierenden Vertriebsweg dar. Gegenüber dem Facheinzelhandel, der überwiegend beratungsintensive Produkte mit Bedarf an Servicedienstleistungen verkauft, ist der Absatz in diesem Vertriebskanal fast ausschließlich preisdominiert und erfolgt vorwiegend im Rahmen von Sonderaktionen oder Aktionsposten. Die Auftragsgröße der Kunden liegt hier i.d.R. im Bereich zwischen 1.000 und 25.000 Fahrrädern.

Die größten Kunden von MIFA in diesem Bereich sind u.a. Metro, Kaufland, Aldi, toom, OBI, REWE oder Decathlon. Mit den 10 Top-Kunden erzielt das Unternehmen über 50% des Gesamtumsatzes. Da diese Verkaufsfaktionen seitens großer Retailer üblicherweise mit 6-9 Monaten Vorlauf geplant werden, geht ein großer Teil der Bestellungen bei MIFA bereits bis zum Herbst des Vorjahres ein. Dies erhöht deutlich die Visibilität des Geschäftsverlaufes bezüglich der Absatzmengen.

Vertriebskanal Fachhandel:

Der Facheinzelhandel ist als Vertriebskanal für MIFA von untergeordneter Bedeutung. In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen diesem Absatzweg wenig Aufmerksamkeit geschenkt, da die dort nachgefragten Losgrößen im Vergleich zum Einzelhandel deutlich kleiner sind und sich dadurch der Vertriebsaufwand signifikant erhöht. Gleichzeitig sind die Kunden hier jedoch weniger preissensitiv, so dass sich höhere Absatzpreise durchsetzen lassen. In diesem Segment hat MIFA noch erhebliches Wachstumspotenzial, welches das Unternehmen künftig insbesondere mit hochwertigen E-Bikes (Grace) sowie der Marke Steppenwolf erschließen will.

E-Commerce/Direktvertrieb:

Bedeutendster Kunde im Direktvertrieb ist die Deutsche Post AG, für die MIFA der exklusive Fahrradhersteller ist. Neben der Serienfertigung von klassischen Fahrrädern und E-Bikes entwickelt MIFA für die Deutsche Post neue Konzepte für den breiteren Einsatz der Elektromobilität bei der Zustellung.

Mit dem Verkauf der Eigenmarken über den eigenen Online-Shop hat MIFA in 2012 ca. 10.000 Fahrräder abgesetzt. Grundsätzlich wächst der Online-Handel mit Fahrrädern nicht ganz so schnell, wie in vielen anderen Produktbereichen. Dies liegt vor allem daran, dass sich der Kunde häufig nach Lieferung des Fahrrades selbst noch mit Montageaufwand konfrontiert sieht. Die ausgefeilte Logistik des Unternehmens, sowie die hohe Servicequalität und die Fähigkeit, Deutschlandweit Servicedienstleistungen anbieten zu können, könnten sich jedoch mittelfristig auch in diesem Bereich als Wettbewerbsvorteil erweisen.

Produktion und Produkte

Das Kernstück der Fahrradproduktion in Sangerhausen besteht aus drei Fließbändern für die Endmontage der Fahrräder. Dieser Fließbandmontage sind die Produktionsbereiche Lackierung, Laufradmontage und Anbauteile vorgelagert.

Die eigene, automatisierte Lackieranlage arbeitet mit dem Verfahren der Pulverbeschichtung. Dabei werden vorwiegend wasserlösliche Lacke verwendet um den Einsatz von Lösungsmitteln auf ein Minimum zu reduzieren. Die Schlag- und Kratzfestigkeit der Fahrradrahmen wird durch eine Drei-Schicht-Lackierung gewährleistet.

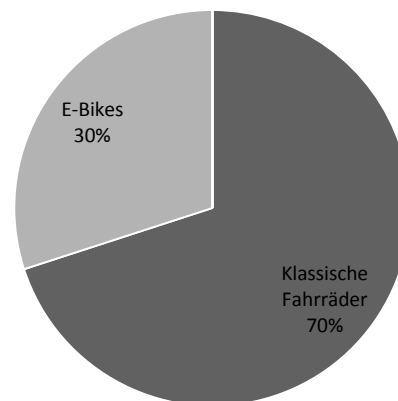
Die vollautomatisierte Laufradmontage mit computergesteuerter Ausrichtung sichert die Qualität und Produktivität in diesem Bereich. Zudem setzt MIFA zu diesem Zweck eigens entwickelte Roboter und Maschinen bei der Einspeicherung ein.

Die maximale Produktionsmenge, abhängig vom jeweiligen Fahrradtyp, liegt derzeit bei bis zu 5.300 Fahrrädern pro Tag. Nach der Endmontage werden die Fahrräder über eine Förderstrecke zum Logistikgebäude befördert, indem das Unternehmen über ein vollautomatisiertes Hochregallager verfügt. Hier erfolgt ebenfalls die Verpackung und Versandvorbereitung der Fahrräder.

Das Unternehmen produziert nahezu alle gängigen Fahrradtypen. Dazu zählen Trekking-, City- und Tourenräder, Mountainbikes, Kinder- und Jugendräder sowie Elektroräder (E-Bikes).

Der Absatz, unterteilt nach E-Bikes und klassischen Fahrrädern gliederte sich in 2012 entsprechend der folgenden Grafik:

Absatz nach Fahrradtypen in 2012



Quelle: Unternehmen

Neben den Fahrrädern zählen auch entsprechende Servicedienstleistungen zum Produktportfolio des Unternehmens.

So verfügt MIFA über ein eigenes zentrales Call-Center in Sangerhausen, mit saisonabhängig bis zu 30 Inbound-Mitarbeitern. Das Kundendienstteam beantwortet telefonisch Fragen der Endverbraucher, nimmt Reklamationen auf und gibt wenn möglich Montage-, Reparatur- und Wartungsanleitungen.

Darüber hinaus beschäftigt MIFA auch Service-Mitarbeiter im Außendienst (eigene Angestellte und Freelancer), die Kunden bundesweit vor Ort betreuen. Ein mobiles Team, bestehend aus internen sowie externen Service-Mitarbeitern erfüllt sämtliche Gewährleistungspflichten gegenüber den Kunden (beispielsweise den Einzelhandelsketten, an welche die MIFA liefert).

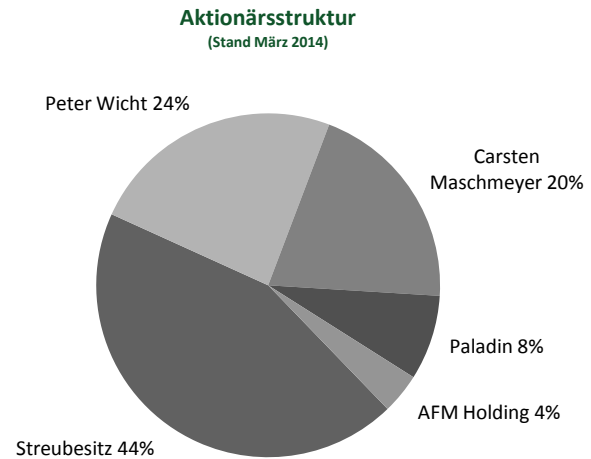
Zulieferer und Logistik

MIFA bezieht die für die Produktion der Fahrräder benötigten Komponenten von internationalen, marktführenden Herstellern und legt dabei Wert auf langjährige Geschäftsbeziehungen. Zu den größten und wichtigsten Lieferanten gehören Paul Lange & Co., Asiana International oder auch SRAM Corporation.

Bezüglich der Großlieferanten Paul Lange & Co. sowie Asiana International lassen sich gewisse Abhängigkeiten nicht ausschließen, die jedoch branchentypisch sind. So ist Paul Lange der Generalvertreter für Shimano-Komponenten in Deutschland und Asiana International der weltweit dominierende Hersteller für Fahrradrahmen. Bei allen anderen Komponenten verfolgt die MIFA eine Mehrlieferanten-Strategie.

Aktionärsstruktur

Größter Einzelaktionär ist der AWD-Gründer Carsten Maschmeyer mit einem ihm zurechenbaren Anteil von 28% (Maschmeyer + Paladin). Der Vorstandsvorsitzende Peter Wicht hält 24% der Anteile. Zudem hält die AFM Holding GmbH 3,8% der Aktien. Damit befinden sich 44% der Anteilsscheine im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 21.03.2014):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 21.03.2014):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

- Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	11.06.2012	9,43	10,50	+11%
Kaufen	27.06.2012	8,80	10,50	+19%
Kaufen	13.07.2012	7,40	9,80	+32%
Kaufen	15.08.2012	7,18	9,80	+37%
Kaufen	23.08.2012	8,00	10,20	+28%
Kaufen	17.10.2012	7,55	9,50	+26%
Kaufen	15.11.2012	6,93	9,20	+33%
Kaufen	04.04.2013	6,55	9,20	+40%
Kaufen	16.05.2013	6,83	9,20	+35%
Kaufen	24.07.2013	6,38	9,20	+44%
Kaufen	15.08.2013	7,15	9,60	+34%
Kaufen	18.11.2013	6,44	9,00	+40%
n.a.	21.03.2014	4,05	n.a.	n.a.