

Mifa Mitteldeutsche Fahrradwerke

Umsatzverdoppler im Visier: Erst akquirieren, dann mehr produzieren

Nach dem Einstieg des Finanzunternehmers Carsten Maschmeyer haussierte die Aktie Anfang 2012. Als dann klar wurde, dass mit den Übernahmen das Jahr 2012 ein Übergangsturnus wird, wurde die Aktie unter das Preisniveau der Kapitalerhöhung von € 7,- gedrückt. Da die mittelfristigen Perspektiven günstig aussehen, ergibt sich daher eine Chance für Nachzügler, auf den Mifa-Zug aufzuspringen.

Mehrere Faktoren sprechen für die Mifa-Aktie. Da ist zunächst die Konsolidierung auf dem deutschen Fahrradmarkt zu nennen. Nachdem die niederländische Pon Holding den Mifa-Konkurrenten Derby Cycle gekauft hat, schlug die Mifa im Jahr 2012 gleich zweimal zu. Zunächst erwarben die Sangerhausener den E-Bike-Spezialisten Grace aus Berlin, der als Mitgift einen Auftrag der Daimler-Tochter Smart im Gepäck hatte. Die Serienproduktion wurde mittlerweile nach Sachsen-Anhalt verlagert, denn wie Räder sehr kostengünstig gebaut werden können, beherrscht Mifa aus dem Effeff. Außerdem übernahm Mifa Grace zu einer Zeit, als der Kauf noch günstig war. Würde Mifa-Chef Peter Wicht heute diese Tochter verkaufen, könnte er wohl einen ordentlichen Buchgewinn einfahren. Doch er denke gar nicht daran, wie er im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal ausdrücklich betonte. Eine schöne Bewertungsreserve ist es allemal. Das gilt auch für das Unternehmen Steppenwolf, das aus der Insolvenz wohl für unter € 3 Mio. erworben wurde.

Mehrmarken-Strategie macht Sinn

Allein die Marke Steppenwolf rangiert laut einer Umfrage des Branchenmagazins „SAZ

Bike“ auf dem sechsten Platz in der Beliebtheitskala der Fahrradhändler. Der große Konkurrent Cube, der Räder in einer ähnlichen Preisklasse baut wie Steppenwolf, kommt in der Händler-Beliebtheit nur auf Platz 31. Daraus will Wicht nun Kapital schlagen. Sein Kalkül: Steppenwolf-Räder mit entsprechend hohen Preisen zu niedrigen Mifa-Kosten produzieren und gleichzeitig das Volumen hochfahren. Statt 10000 bis 20000 Fahrrädern schwebt ihm in den kommenden Jahren ein Volumen von 100000 Rädern vor, was einem zusätzlichen Umsatz von € 60 Mio. entsprechen würde. Auf die Frage, ob der Markt solche teuren Räder auch nachfragen würde, antwortet Wicht eindeutig ja. Das Thema Radfahren in der Stadt gewinne allein vor dem Hintergrund des drohenden Verkehrsinflakts in deutschen Großstädten immer mehr an Bedeutung. Mehr noch: Galt Radeln, insbesondere mit dem E-Bike, als Sport für Senioren, ist es heute die Jugend, die die Drahtesel für sich wiederentdeckt. Kommen nun auch noch stylische Modelle auf den Markt, die den Geschmack der Jugend treffen, macht sich Wicht eigenen Angaben zufolge um den Absatz kaum Sorgen. Genau hier setzt Mifa mit Grace und Steppenwolf an, ohne freilich das Brot- und Buttergeschäft, Räder über Discounter wie Aldi zu verkaufen, zu vernachlässigen. Im Idealfall hätte Mifa mit Grace eine Marke im Hochpreissegment, mit Steppenwolf eine im gehobenen Preissegment sowie das angestammte Massengeschäft. Das Herzstück der Unternehmensstrategie ist und bleibt die kostengünstige, zentrale Produktion aller Marken im Werk Sangerhausen.

9M nur eine Momentaufnahme

Seit 2011 fertigt Mifa E-Bikes, deren Marktanteil in Europa in den kommenden Jahren rasch steigen soll – von aktuell etwa 8 % bis in den zweistelligen Prozentbereich. In den ersten neun Monaten 2012 konnte die Gesellschaft 42000 E-Bikes absetzen, 70 % mehr als im Vorjahreszeitraum. Damit steigt auch der Umsatz weiter, da E-Bikes durchschnittlich viermal so teuer sind wie herkömmliche Fahrräder. Mit € 97.6 (93.4) Mio. hat Mifa zwischen Januar und September des laufenden Geschäftsjahres den höchsten Neunmonatsumsatz seit dem Börsengang erzielt. Bedingt durch die Produktionsverlagerung von Grace und Steppenwolf nach Sangerhausen, fielen nach 9M 2012 Sonderkosten von € 2.7 Mio. an, denen im laufenden Jahr noch keine nennenswerten Umsätze gegenüberstehen. Das bereinigte EBITDA verharrte bei € 7.4 Mio. Die bereinigte EBITDA-Marge lag mit 7.6 (8) % leicht unter dem Vorjahr. Das Pendant dazu werden in den kommenden Jahren positive Effekte bei Umsatz und Ertrag und bereits auf mittlere Sicht Synergieeffekte bei der Produktion sein. Das bereinigte EBIT gab auf € 4.9 (5.5) Mio. nach, die bereinigte EBIT-Marge sank auf 5 (5.9) %. Das bereinigte Periodenergebnis stellte sich auf € 2.5 (2.9) Mio. bzw. € 0.26 (0.30) je Aktie, bezogen auf das erhöhte Grundkapital von 9.799 Mio. Stückaktien. Die unbereinigten Zahlen fallen naturgemäß schlechter aus, das Periodenergebnis rutschte gar ins Minus. Das ist aber nicht mehr als eine Momentaufnahme.

Mutige Mittelfristprognose

Entscheidend für die Beurteilung der Aktie ist die Perspektive. 2012 stuft Mifa laut

Mifa Mitteldeutsche Fahrradwerke AG,
Sangerhausen

Telefon: 03464/537-0; Internet: www.mifa.de
ISIN DE000A0B95Y8,

9.799 Mio. Stammaktien, AK € 9.799 Mio.

Aktionäre: Peter Wicht (Vorstand) 24.5 %,
Carsten Maschmeyer 28.1 %,
AFM Holding 3.9 %, Streubesitz 43.5 %

Kennzahlen*	9M 2012	9M 2011
Umsatz	97.6 Mio.	93.4 Mio.
EBIT	1.3 Mio.	5.3 Mio.
Periodenergebnis	-0.1 Mio.	2.8 Mio.
Ergebnis je Aktie**	-0.01	0.29
EK-Quote	39.7 %	43.2 %

*unbereinigte Zahlen;

**auf Basis von 9.799 Mio. Stückaktien

Kurs am 22.11.2012:

€ 6.88 (München), 8.70 H / 6.39 T

KGV 2013e 17, KBV 1.76 (9/12)

Börsenwert: € 67.4 Mio.



Der Kurs verharrt zurzeit unter dem Niveau der Kapitalerhöhung von € 7.-.

FAZIT: Nach der Übernahme der beiden Fahrradschmieden Grace und Steppenwolf entpuppte sich 2012 für die Mifa Mitteldeutsche Fahrradwerke AG als Übergangsjahr, so dass unsere Vermutung im NJ 3/12, dass ein Gewinnsprung für 2012 anstünde, nicht mehr passt. Tatsächlich steht Mifa nun besser als je zuvor da, und wir halten unsere positive Einschätzung aufrecht. Mit Grace gewann Mifa einen E-Bike-Hersteller im Premiumsegment hinzu. Auch Steppenwolf fertigt klassische Fahrräder im gehobenen Preissegment, damit kann sich das vergrößerte Unternehmen neue Kundengruppen erschließen. Wir bleiben daher grundsätzlich bei unserem Anlageurteil: Auf Sicht von 24 bis 36 Monaten könnten zweistellige Kurse in Reichweite kommen. CS

9M-Bericht zu Recht als Aufbruchsjahr oder auch Kostenjahr ein, dem ab 2013 anziehende Erlöse und vor allem Gewinne folgen sollen. Da eine Reihe von Einmalkosten, etwa für die Produktionsverlagerung, nicht mehr anfallen und Mifa ihre traditionell strikte Kostendisziplin beibehält, wäre ein Gewinnsprung die logische Folge. Diesbezüglich ist sich Wicht so sicher, dass der Firmenlenker zum ersten Mal in der jüngeren Firmengeschichte eine Mittelfristprognose wagt. So soll der Jahresumsatz in den kommenden vier bis sechs Jahren auf € 200 Mio. verdoppelt werden. Die EBIT-Marge veranschlagt er auf 7 bis 9 % – etwa das Niveau von Derby Cycle. Das wären € 14 bis 18 Mio. Netto sollten dann zwischen € 10 und 12 Mio. bzw. € 1.- bis 1.20 je Aktie hängenbleiben. Zusätzlich darf man nicht vergessen, dass Mifa das letzte deutsche börsennotierte Fahrradunternehmen ist. Der Mitbewerber Derby Cycle wurde für den 16-fachen Jahresgewinn übernommen. Rechnerisch heißt das für Mifa: Kurse von € 16 bis 20. Allerdings sollte der Investitionszeitraum mit mindestens 24 bis 36 Monaten nicht zu kurz gewählt werden. Diese Perspektive dürfte auch Investoren ermuntern haben, zu € 7.- je Aktie bei der jüngsten Kapitalerhöhung zuzugreifen. Das Grundkapital stieg dadurch auf 9.6 (8) Mio. Stückaktien. Damit verbunden war auch der Aufstieg in den Prime Standard.

Grace-Gründer ans Unternehmen gebunden

Im Oktober 2012 hat Mifa, wie geplant, die verbleibenden 49 % der Geschäftsanteile am Berliner E-Bike-Hersteller Grace GmbH & Co. KG übernommen. Dazu übte sie die Kaufoption aus, die beim Erwerb des Mehrheitsanteils von 51 % an Grace im März 2012 vertraglich vereinbart wurde. Für den Erwerb der restlichen Anteile gab Mifa 198.926 neue Aktien an die bisherigen Grace-Gesellschafter Michael Hecken und

*Mifa produziert
Fahrräder nach
automobilien
Standards.*



Karlheinz Nicolai aus Hecken und Nicolai sind seit der mehrheitlichen Übernahme für Mifa tätig und leiten die Bereiche Marketing/Strategie sowie technische Entwicklung. Das Aktienkapital kletterte mit Eintragung ins Handelsregister von € 9.6 auf 9.799 Mio. Hecken und Nicolai verpflichteten sich dazu, die neuen Aktien mindestens fünf Jahre zu halten.

Vorräte saisontypisch hoch

Die Fahrradbranche ist grundsätzlich durch eine starke Saisonalität geprägt: Der Großteil der Fahrräder wird im Frühjahr und Sommer verkauft; im Herbst und Winter sind deutlich schwächere Verkäufe zu verzeichnen. Gegen Ende eines Kalenderjahres beginnt bereits die auftragsbezogene Fertigung für die folgende Fahrradsaison, so dass die Vorratsbestände stark steigen. Auch an den Stichtagen 31.03. und 30.06. liegen die Vorrats- bzw. Forderungsbestände relativ hoch, sinken bis zum 30.09. aber im Regelfall auf einen Tiefstand. Im laufenden Geschäftsjahr verhält sich dies anders: Wegen der Übernahmen von Grace und Steppenwolf sowie der Großaufträge aus der Automobilindustrie ist neben dem Zugang Immaterieller Ver-

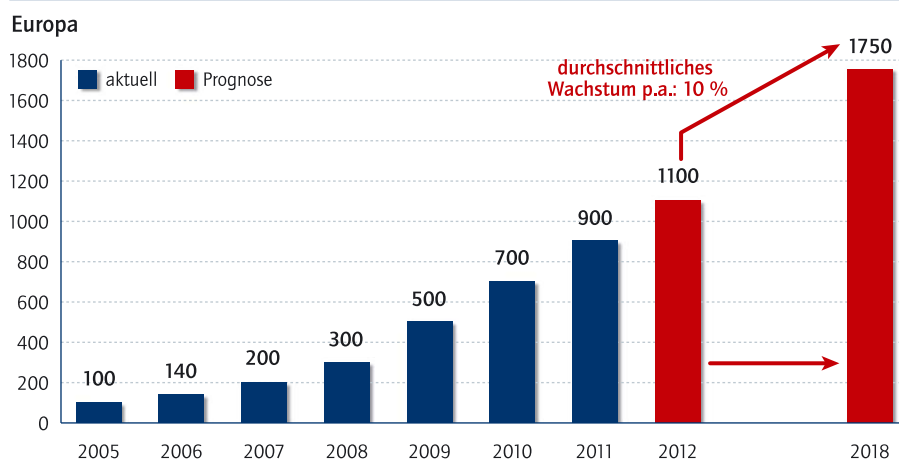
mögenswerte auch ein deutlich höheres Niveau der Vorrats- und Forderungsbestände zu verzeichnen. Die Produktion hat sich im Vergleich zu den Vorjahren stärker auf das zweite Halbjahr verlagert. Am 30.09.2012 liegt die Bilanzsumme mit € 96.7 Mio. daher deutlich über den € 63.9 Mio. vom 31.12.2011. Den bedeutendsten Posten auf der Aktivseite stellen mit € 55.9 Mio. und einem Anteil von 57.8 % an der Bilanzsumme die Vorräte dar, bei denen es sich vor allem um bereits produzierte Fahrräder sowie Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe handelt. Der klare Anstieg resultiert auch aus den Materialien, die für zusätzliche Auslieferungen für Grace und Steppenwolf erworben wurden. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen liegen mit € 18 Mio. deutlich über dem Wert zum Jahresende 2011 mit € 5 Mio. Auch die langfristigen Vermögenswerte haben sich deutlich erhöht – von € 14.9 auf 19.4 Mio. Dies liegt fast ausschließlich an den beiden Übernahmen, durch die Immaterielle Vermögenswerte von € 4 Mio. und Sachanlagen von € 0.4 Mio. zugegangen sind. Insbesondere wurden Kundenbeziehungen bzw. Schutzrechte und Lizenzen im Wert von € 3.7 bzw. 0.8 Mio. aktiviert. Die flüssigen Mittel betrugen € 1.6 Mio. und lagen damit um € 0.7 Mio. niedriger als noch zum Jahresende 2011.

Wetterfeste Bilanz

Auf der Passivseite ist der Effekt aus der Kapitalerhöhung zu erkennen: Das gezeichnete Kapital hat sich deutlich erhöht; die Kapitalrücklage stieg um € 8.9 Mio. auf € 22.5 Mio. Auf Grund der höheren Bilanzsumme sank die EK-Quote auf 39.7 (43.2) %. Der Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten ist insbesondere mit der Zunahme der Lieferantenverbindlichkeiten und verzinslichen Darlehen zu begründen. Insgesamt vermittelt die Bilanz einen wetterfesten Eindruck und rundet das positive Gesamtbild ab.

Carsten Stern

E-Bikes als signifikanter Wachstumstreiber



Angaben in tausend Stück p.a. Quelle: ZIV, Erwartungen des Managements

Mifa Mitteldeutsche Fahrradwerke

„Der Umsatz soll sich in den nächsten Jahren auf € 200 Mio. verdoppeln“

In Zeiten, in denen aus vielen Unternehmen Moll-Töne zu hören sind, geht Mifa-Chef Peter Wicht mit einer auf den ersten Blick sehr mutigen Mittelfristprognose an den Markt. In den kommenden vier bis sechs Jahren will er den Umsatz seiner Fahrradschmiede auf € 200 Mio. verdoppeln. Wie er das bewerkstelligen will, erläutert der Vorstandsvorsitzende und Großaktionär im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Wicht, die Mifa hat sich in den vergangenen Jahren gegenüber dem Kapitalmarkt eher bedeckt gehalten. Nun geben Sie mitten in einer sich abzeichnenden Konjunkturdelle eine für Ihre Verhältnisse ungewöhnlich positive Mittelfristprognose heraus. Woher rührt der Sinneswandel?

P. Wicht: Wir haben uns Anfang 2012 überlegt, wo wir in vier bis sechs Jahren mit der Mifa stehen wollen. Das Ergebnis lautete: Wir brauchen eine Topmarke, die der alten Mifa bisher fehlte. Dafür steht die Übernahme der E-Bike-Edelschmiede Grace. Ein weiterer Ansatz war es, mit einer Fahrradmarke im hochpreisigen Segment das Geschäft mit dem Fachhandel auszubauen. Dafür steht der Kauf des Münchner Fahrradbauers Steppenwolf, der im Fachhandel einen exzellenten Ruf genießt und über ein erstklassiges Vertriebsnetz verfügt. Unser angestammtes Geschäft deckt zugleich den Vertrieb ab, z. B. über Discounter. Das wollen wir keinesfalls vernachlässigen, wenngleich wir uns in den kommenden Jahren auf das Wachstumsthema E-Bike fokussieren werden.

NJ: Im Gewinn spiegelt sich dieses Szenario nach 9M aber noch nicht wider.

P. Wicht: Wenn Sie so wollen, steht dieses Szenario bisher nur auf der Sollseite. Den Kosten für die Übernahmen von Grace und Steppenwolf stehen aktuell noch keine nennenswerten Umsätze gegenüber. Außerdem entwickeln wir derzeit neue Modelle für die kommende Saison, was zunächst Kosten verursacht. Das übernommene Personal schlägt etwa mit zusätzlichen € 2 Mio. zu Buche. Kurzum: 2012 legen wir die Basis für das von mir beschriebene Szenario. Der Fahrradmarkt wird sich nach meiner Einschätzung in den kommenden Jahren stark entwickeln. Dementsprechend sollten wir Umsatz und Ertrag in den nächsten Jahren deutlich steigern können.

NJ: Weil zum Beispiel mehr Rohertrag pro verkauftem Rad hängen bleibt?

P. Wicht: Unter anderem deswegen. E-Bikes haben, zumindest absolut betrachtet, eine hö-

here Rohertragsmarge. Schaffe ich es, mehr E-Bikes zu verkaufen, wird sich meine Gewinn- und Verlustrechnung zwangsläufig verbessern müssen, wenn ich die ansonsten eher konservative Unternehmenspolitik beibehalte. Und da ich selbst mit einem Anteil von fast 25 % einer der Hauptaktionäre bei Mifa bin, habe ich darauf ein Auge. Da können Sie sicher sein.

NJ: Was macht Sie so sicher, dass das Thema E-Bike in den kommenden Jahren ziehen wird und sich nicht etwa der E-Scooter durchsetzt?

P. Wicht: Bei den Menschen, die in den großen Städten leben, findet zurzeit ein Paradigmenwechsel statt. Früher galt: Den Führerschein mit 18 Jahren und dann das erste Auto. Außerdem belächelten viele junge Leute Elektrofahräder, so nach dem Motto: Das ist nur etwas für Senioren. Heute sehe ich das Thema E-Bike vielmehr als Lifestyle-Thema, erst recht, wenn wir entsprechend attraktive Modelle anbieten. Außerdem ist heute nicht nur das Fahrradfahren in der Stadt längst salonfähig geworden: Gleichzeitig verliert das Auto in der Stadt zunehmend an Attraktivität. Fahren Sie im Berufsverkehr durch eine beliebige deutsche oder europäische Großstadt. Da werden Sie verrückt. Rad oder Scooter sind daher gute Alternativen zum Auto. Marktforscher wollen ermittelt haben, dass es in den kommenden Jahren einen Bedarf von bis zu 1 Mio. E-Bikes p. a. in Deutschland gibt. 2012 werden es über 400 000 Stück sein, wir haben in den ersten neun Monaten 42 000 produziert.

NJ: Verstehe, dann müssen Sie sich in den kommenden Jahren vor allem auf den Vertrieb der hochwertigen E-Bikes konzentrieren?

P. Wicht: Oh ja, das ist der springende Punkt. Wir haben in den vergangenen Monaten allein für die Marke Grace acht bis zehn Distributionsverträge abgeschlossen. Da ist das Ausland eingeschlossen – ein Markt, den wir bisher so gut wie gar nicht bedient haben. Grace schaut durch die Kooperation mit Smart, und damit auch Daimler, durch die internationale Brille. Hinzu kommen die guten Beziehungen von Steppenwolf zum Fachhandel: Durch diesen Zukauf haben wir die Zahl unserer Abnehmer im Fachhandel auf einen Schlag vervielfacht.

NJ: Warum ist Grace den Weg mit Daimler nicht allein gegangen?

P. Wicht: Sie müssen die Räder auch bauen können. Es ist alles andere als trivial, den Schritt von der Manufaktur zur Produktion im industriellen Maßstab zu vollziehen. Sie müssen auch lieferfähig sein, wenn die Kundschaft nach Rä-



Mifa-Chef Peter Wicht will das E-Bike als Lifestyle-Thema positionieren.

dern verlangt, ohne dass Ihnen dabei die Produktionskosten aus dem Ruder laufen. Dieses Thema beherrschen wir seit Jahren wie kein anderer Fahrradhersteller in Deutschland. Wir produzieren inzwischen mit einem ähnlichen Ansatz wie die Automobilhersteller. Erwähnen mag ich noch das Stichwort: Größere Einkaufsmacht bei zentraler Produktion.

NJ: Das heißt also: Die Basis ist gelegt, die Kosten dafür sind verarbeitet und nun kommt der nächste Schritt: Mehr Umsatz bei höheren Margen bedeutet steigender Gewinn?

P. Wicht (lacht): Besser hätte ich das nicht formulieren können. Wenn die Verkäufe bei Grace und Steppenwolf anlaufen, sollte sich unser Umsatz in den kommenden vier bis sechs Jahren auf € 200 Mio. verdoppeln und die EBIT-Marge auf 7 bis 9 % klettern. Diese Prognose ist solide unterfüttert, wie ich Ihnen hoffentlich im Lauf unseres Gesprächs vermitteln konnte.

NJ: Also lautet die neue Erfolgsformel: Fahrräder zu Mifa-Kosten produzieren, aber zu Grace- bzw. Steppenwolfpreisen verkaufen?

P. Wicht: Nicht direkt. Wir werden aber durchaus Skaleneffekte bei der Produktion nutzen und die Räder von Grace und Steppenwolf daher effizienter produzieren können. Und ich füge noch hinzu: Unser angestammtes Brot- und Buttergeschäft werden wir nicht vernachlässigen, weil uns dies wegen der Menge im Einkauf gute Konditionen bei unseren asiatischen Lieferanten sichert.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.