

Feri Corporate Bond Rating

Ratingzusammenfassung

EMITTENT

MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG

EMISSION

WKN A1X25B / ISIN: DE000A1X25B5

LAUFZEIT

12.08.2013 - 12.08.2018

BERICHTSSTICHTAG

23.07.2013

Inhalt

Erteilte Ratingnote	3
Ratingmethodik.....	3
Zusammenfassung	6
Emissionsdaten	10
Disclaimer	12

Erteilte Ratingnote

Auf Basis der vom Emittenten vorgelegten Unterlagen und öffentlich verfügbaren Informationen zum Unternehmen erteilt die Feri EuroRating Services AG zum 24.07.2013 für die Emission Inhaber-Teilschuldverschreibung 2013/2018 (ISIN: DE000A1X25B5, WKN: A1X25B) ein **Emissionsrating** von:

BBB- **(„moderates Ausfallrisiko“)**

Das erteilte Emissionsrating wird von Feri während der Laufzeit der Emission regelmäßig überprüft. Hierzu bleiben die Ratinganalysten in der Folge mit dem Unternehmen über die gesamte Emissionslaufzeit in regelmäßigem Kontakt, um gegebenenfalls bonitätsrelevante Faktoren aufzunehmen und zu berücksichtigen.

Der Emittent hat sich gegenüber Feri verpflichtet, u.a. quartalsweise seine Abschlüsse zur Verfügung zu stellen und ratingrelevante Veränderungen im Unternehmen oder der Gruppe unverzüglich Feri unaufgefordert mitzuteilen. Sollte der Emittent seinen Verpflichtungen aus dem Ratingmandat mit Feri nicht nachkommen, wird Feri das erteilte Rating unverzüglich entziehen und veröffentlichen.

Ratingmethodik

Der Ratingprozess für Unternehmensanleihen setzt sich bei Feri aus vier Schritten und entsprechenden aufeinander aufbauenden Teilergebnissen zusammen:

Unternehmensadjustiertes Branchenrating

Startpunkt für die Ratingermittlung ist die Zuordnung der - entsprechend der konkreten Geschäftstätigkeit des Unternehmens - maßgeblichen Einschätzungen zum Branchenumfeld. Hierzu verwendet Feri das Feri-Branchenrating. Durch eine entsprechende regionale, umsatz- und ertragsmäßige Gewichtung der Feri-Branchenratings einzelner, abgrenzbarer Branchen, wird eine individuell auf das Geschäftsmodell des jeweiligen Unternehmens abgestimmte Bewertung des Marktumfeldes vorgenommen.

Wettbewerbsadjustiertes Branchenrating

Im zweiten Schritt wird ein Chancen-Risiken-Profil für den relevanten Markt des Unternehmens erstellt. Das unternehmensadjustierte Branchenrating wird um die dynamischen wettbewerblichen Aspekte ergänzt (aktuelle Wettbewerbssituation, Wettbewerbsdeterminanten und -prozesse sowie zukünftige Entwicklung der Wettbewerbsintensität). Zugleich werden Umweltveränderungen identifiziert und analysiert, die für alle Marktteilnehmer im relevanten Markt entweder als Chance wahrgenommen werden können oder aber solche, die für den erfolgreichen Unternehmensfortbestand ein Risiko darstellen.

Positionierungsadjustiertes Rating

Im abschließenden dritten Schritt wird das individuelle Stärken-Schwächen-Profil des zu bewertenden Unternehmens vor dem Hintergrund der wesentlichen Herausforderungen und Möglichkeiten, d.h. des Chancen-Risiken-Profils seines Marktumfeldes erstellt. Zu den Bereichen, die für die Erstellung des Stärken-Schwächen-Profils analysiert werden, gehören

- das Geschäftsmodell, d.h. u.a. die Rechtsform, die Unternehmenshistorie, die Eigentümerstruktur, das Produktportfolio, die Wertschöpfungstiefe und –breite, die eingesetzte Technologie,
- die Unternehmensstrategie mit den wesentlichen Inhalten auf Unternehmensebene und bezogen auf Teilstrategien,

- die Ausgestaltung der Kernprozesse der Unternehmenssteuerung, z.B. allgemeines Management, Risikomanagement, Controlling, Rechnungswesen,
- die finanzielle Konstitution (Bilanz, GuV).

Die Analyse der finanziellen Konstitution erfolgt über ein sektorspezifisches Kennzahlensystem, mit dem die Jahresabschlüsse des Unternehmens über mehrere Perioden analysiert und relevante Kennzahlen bewertet werden.

Das Ergebnis aller Teilanalysen erhält Eingang in ein von Feri entwickeltes Scorecard-basiertes Ratingmodell, aus dem nach Anwendung von Korrekturfaktoren (z.B. bei geringer Datenverfügbarkeit, unvollständigen Unterlagen, Sondersituationen (M&A)), sich das Unternehmensrating letztlich ergibt.

Emissionsrating

Das Emissionsrating ermittelt Feri ausgehend vom Unternehmensrating anhand der konkreten Eigenschaften der Emission. Die Herauf-/Herabstufung relativ zum Unternehmensrating erfolgt vor allem abhängig von:

- Position/Rang der Emission innerhalb der Kapitalstruktur des Emittenten
- Kapitaldienstfähigkeit und Rückzahlungsfähigkeit (kommunizierte Rückzahlungsabsicht, Mittelherkunft)
- Anlegerschutzrechte (Covenants)
- Emissionswährung und -laufzeit
- Mittelverwendungsabsicht (z.B. Strategiekonformität, Übereinstimmung mit der Mittelfristplanung)

Zusammenfassung

Unternehmen

Der MIFA-Konzern mit Hauptsitz in **Sangerhausen** (Sachsen-Anhalt) und einer Belegschaft von 1.020 Mitarbeitern (März 2013) produziert **ausschließlich aus gelieferten Komponenten** konventionelle Fahrräder und Elektrofahrräder und vertreibt diese an den **Groß- und Einzelhandel, den Fachhandel** sowie an **Unternehmenskunden** und zählt heute zu den **größten Fahrradherstellern in Europa**. Mit rd. 546.000 verkauften Fahrrädern (2012, davon 8,6% Elektrofahrräder) und einem geschätzten Marktanteil an der deutschen Fahrradproduktion von 25% im Jahr 2012 ist MIFA - nach eigener Einschätzung - der nach Stückzahlen **absatzstärkste Fahrradhersteller Deutschlands** und verfügt über gute Kontakte zu seinen langjährigen Großabnehmern im Groß- und Einzelhandel. Da rund **4/5 des Umsatzes in Deutschland** erzielt wird, ist das Unternehmen vom Privaten Konsum und der Kaufneigung in Deutschland abhängig.

Wesentliche Pfeiler des bisherigen Unternehmenserfolges sind die **Einstandort-Strategie**, der **hohe Automatisierungsgrad** der Produktion und der Lagerhaltung sowie der **flexibel ausgestalteten Personalkapazität**, die zusammen mit der Ausnutzung einer gewissen **Einkaufsmacht bei Lieferanten** (Ausnahme sind insbesondere die großen namhaften Komponentenhersteller, Reifenhersteller etc.) eine kosteneffiziente und relativ flexibel an die **im Jahresverlauf jeweils witterungsbedingt stark schwankende Nachfrage** anpassbare Produktion erlaubt.

Mit dem Einstieg des neuen Großaktionärs in 2011 und der anschließenden Übernahme der Firmen Grace (Berlin) und Steppenwolf (München) in 2012 vollzog das Unternehmen einen **deutlichen Strategiewechsel**. Der bisherige Schwerpunkt, die Herstellung konventioneller Fahrräder im Preiseinstiegsbereich sowie dem mittleren Preissegment (White Label Produktion) und den Vertrieb über Großabnehmer im Groß- und Einzelhandel, soll zunehmend ergänzt werden durch die Produktion von margenstarken konventionellen Fahrrädern im mittleren und oberen Preissegment sowie von innovativen, Lifestyle-orientierten Elektrofahrrädern (E-Bikes) und den Vertrieb über den **stark umkämpften Vertriebskanal des Fahrrad-Fachhandels**.

Auf diesem „Weg vom Volumen- zum Markenhersteller“ verlässt das Unternehmen die **relative Sicherheit des bisher dominierenden Volumengeschäftes**. Dieses erfolgt als **projektbezogene Auftragsfertigung** und ein großer Teil der Abnahmemengen ist jeweils fest vereinbart und wird im Jahresverlauf ausgeliefert. Als Markenhersteller muss sich MIFA nun den Umsatz durch **kleinere Verkaufsvolumina** bei einer **größeren Anzahl an Abnehmern** aus dem Fachhandel durch **aktive Marketinganstrengungen in einem umkämpften Markt** erarbeiten.

Insbesondere mit der Übernahme von Grace ist es MIFA allerdings gelungen, Marketing Know how zu erwerben und einen Teil des Rückstandes aus dem **späten eigenen Einstieg in das wachstumsstarke Segment der Elektrofahrräder** zu kompensieren. Gleichzeitig kann MIFA aus der Produktion des von Grace konzipierten E-Bikes für den Automobilhersteller Smart sowohl Know how für die Produktion der anderen Marken unter dem Dach der MIFA ziehen, Kompetenztransfer und Marktaufmerksamkeit erhöhen sowie eine gute Basis für weitere Erfolge im OEM-Geschäft mit großen Industriekunden legen.

Das mittelständische Unternehmen verfügt über ein **erfahrenes Management**, welches umfangreiche Branchenerfahrungen aus dem technischen, kaufmännischen und vertrieblichen Bereich vereint. Neben Peter Wicht, der das Unternehmen seit Mitte der 90er Jahre als Geschäftsführer und seit dem Börsengang 2004 als **Allein-vorstand** führt, konnten auch die Geschäftsführer des übernommenen Elektrofahrradherstellers Grace wichtige Führungsaufgaben in den Bereichen **Marketing** und **Technische Entwicklung** im neu entstandenen Konzern übernehmen. Vom übernommenen Premiumfahrrad-Hersteller Steppenwolf konnten wichtige Mitarbeiter für den Aufbau des **fachhandelsorientierten Vertriebes** gewonnen werden.

Alle wesentlichen Mitarbeiter der ersten und zweiten Managementebene wiesen beim Vor-Ort-Besuch das notwendige **Engagement** und fundiertes **Fachwissen** auf. Die **Auskunftsbereitschaft** der Mitarbeiter war jederzeit gegeben. Angefragte Informationen, Unterlagen und Daten wurden Feri zeitnah zur Verfügung gestellt.

Das Management muss die **Umsetzung der neuen Unternehmensstrategie** in den nächsten Monaten weiter vorantreiben, die daraus abgeleiteten Teilstrategien (Preis, Produkt, Marketing, Vertrieb, Kommunikation) konkretisieren und die bisherigen Pro-

zesse im Unternehmen schrittweise den **erhöhten Anforderungen an die Unternehmenssteuerung** entsprechend anpassen. Das **komplexer gewordene Geschäftsmodell** verlangt z.B. Anpassungen der Produktionsplanung, des Risikomanagements und des Controllings. Auf der Produktionsseite ist die Integration der bisherigen „Kleinserienfertigung“ der hinzugekauften Marken in die Produktionsanlagen der MIFA am Standort Sangerhausen abzuschließen.

Das Unternehmen verfügt über eine **ambitionierte Mittelfristplanung**, die die **wesentlichen Stoßrichtungen der Unternehmensstrategie widerspiegelt** und ein Umsatzwachstum von 80% auf EUR 200 Mio. bis 2017 vorsieht. Wesentliche Impulse sollen aus den hinzugekauften Marken sowohl bei margenstarken Premiumrädern als auch Elektrofahrrädern und deren Vertrieb über den spezialisierten Fachhandel erfolgen. Damit könnte MIFA vom **mittelfristig weiter anhaltenden Trend nach Lifestyle-orientierten Fahrrädern** und der noch **stärkeren Durchdringung der Elektrounterstützung** in weiteren Segmenten des Fahrradmarktes profitieren. Neben der Steigerung der Stückzahlen in diesen Bereichen (bei gleichzeitiger Rücknahme der produzierten Stückzahl im Bereich konventioneller Fahrräder im unteren und mittleren Preissegment unter Beibehaltung der bestehenden Gesamtproduktionskapazitäten) geht das Unternehmen auch von weiteren Steigerungen der durchschnittlichen Absatzpreise für Fahrräder aus. Diese wird getrieben durch weitergehenden Einzug technologisch ausgefeilter Schalt- und Bremstechniken, kettenlosen Übertragungen etc. sowie aufwendigerer Lifestyle-Elemente und -Komponenten.

Da insbesondere die **Personalaufwandsquote** von 14% (2012) auf 9% (2017) und die **Abschreibungsintensität** von 3% (2012) auf 1% (2017) deutlich sinken sollen, wird der Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände (EBITDA) bzw. das **Betriebsergebnis (EBIT) deutlich ansteigen**.

Emission

Die **Unternehmensanleihe** ist die erste von dem Emittenten begebene Schuldverschreibung. Sie fördert weiter die **Diversifizierung der Refinanzierungsquellen** und verringert die **Abhängigkeit von der Bankenrefinanzierung**, bei der aktuell noch eine **Konzentration kurzfristiger Fälligkeiten** gegeben ist. Die Ausgestaltung der

Anleihe ist insbesondere mit Negativerklärung, Kündigungsrecht des Emittenten bei Steuerereignis, außerordentlichen Kündigungsrechten der Investoren bei Kontrollwechsel und Rückkauf marktüblich ausgestaltet. Darüber hinaus gewährt der Emittent den Anleihegläubigern ein **Sonderkündigungsrecht (Financial Covenant)** bei wesentlicher Unterschreitung der bislang durchaus soliden **Eigenkapitalquote** des Unternehmens (33% zum 31.03.2013; Schwellenwerte: 25% beim Quartalsstichtag bzw. 30% bezogen auf die jeweils vergangenen vier Quartale) sowie bei Überschreitung eines definierten **Zinsdeckungsgrades** gemessen an EBITDA zu Nettozinsaufwand (200% bezogen auf die jeweils vergangenen vier Quartale). Eine Besicherung durch Grundpfandrechte, Warenlager, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen o.ä. ist nicht gegeben.

Die **Mittelverwendung** ist aus Sicht von Feri konform mit der vom Unternehmen dargelegten Unternehmensstrategie sowie der aktuellen Mittelfristplanung. Vom Emissionsvolumen sollen rd. 40% für die **Optimierung der Finanzierungsstruktur** (der Refinanzierung der kurzfristigen Bankverbindlichkeiten), rd. 25% für den **Ausbau des Working Capital** und 35% für **Investitionen** in das Marketing der hinzugekauften Marken Grace und Steppenwolf, in die Markteinführung der MIFA-Eigenmarke JUNG, in Technologie und Produktionsautomatisierung sowie den weiteren Ausbau des vertriebsunterstützenden After-Sales-Services. Die Anleihebedingungen sehen allerdings **keine Mittelverwendungskontrolle** vor.

Die Mittelfristplanung sieht eine **Rückzahlung** der Anleihe größtenteils aus dem operativen Cashflow vor. Erwirtschaftete liquide Mittel während der Laufzeit sollen zur Rückführung der Ausnutzung bestehender Banklinien verwendet werden, so dass bei Fälligkeit der Anleihe die Rückzahlung aus den dann aktuell vorhandenen liquiden Mitteln, der Ausnutzung freier Banklinien und ggf. einer erneuten Anleiheemission erfolgen kann. Die in den Anleihebedingungen enthaltene **Ausschüttungsbeschränkung** (max. 50% des Jahresüberschusses als ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn bzw. max. 30% des Bilanzgewinnes im Verwendungsvorschlag) sichert hierbei zusätzlich die Erhaltung des haftenden Kapitals.

Feri geht angesichts der aktuellen **Kapitaldienstfähigkeit** bzw. noch **moderaten Ausnutzung der Kapitaldienstgrenze** des Unternehmens davon aus, dass das Un-

ternehmen die Verpflichtungen aus der Anleiheemission bzgl. Zinszahlung und endfälliger Kapitalrückzahlung auch bei einer geringeren Umsatz- und Ergebnissteigerung oder erhöhten Kosten für den Markenaufbau bzw. Penetrierung des Fachhandels in den nächsten Jahren wird leisten können.

Emissionsdaten

Im Folgenden sind die wichtigsten Merkmale der Anleihe zusammengefasst:

Emissionsart	Inhaber-Teilschuldverschreibung
Max. Emissionsvolumen	EUR 25 Mio.
Stückelung	EUR 1.000
Ausgabekurs	100%
Rückgabekurs	100%
Mindestzeichnung	EUR 1.000
Agio	Nein
Laufzeit	5 Jahre
Fälligkeit	12.08.2018
Kupon	7,50% p.a.
Kupon-Typ	Fest
Kupon-Periode	Jahr
Kupon-Termin	Jährlich ab dem 12.08.2014 (erste Zinszahlung)
Stückzinsberechnung	act/act
WKN	A1X25B
ISIN	DE000A1X25B5
Währung	EUR
Zahlstelle	Bankhaus Neelmeyer AG, Bremen
Gültigkeit des Angebotes	Deutschland

Notierungsaufnahme	Voraussichtlich 12.08.2013
Besicherung	Keine Besicherung
Mittelverwendungskontrolle	Es erfolgt keine Mittelverwendungskontrolle über Treuhänder o.ä.
Verbriefung	Globalurkunde ohne Zinsscheine
Verwahrung	Clearstream Banking AG, Eschborn
Platzierungsfrist	24.07.2013 - 09.08.2013
Erlösverwendung	Gemäß Mittelverwendungsabsicht zu <ul style="list-style-type: none"> – ca. 40% zur Optimierung der Finanzierungsstruktur (Refinanzierung kurzfristiger Bankverbindlichkeiten) – ca. 25% zum Ausbau des Working Capital zwecks organischen Wachstums – ca. 35% für Investitionen (Marketing Grace u. Steppenwolf, Markteinführung Eigenmarke JUNG, Technologie, Produktionsautomatisierung, After-Sales-Services)
Kündigungsrecht des Emittenten	Der Emittent hat ein ordentliches Kündigungsrecht bei <ul style="list-style-type: none"> – Eintritt eines Steuerereignisses
Anlegerschutz- und Sonderkündigungsrechte	<ul style="list-style-type: none"> – Negativerklärung – Kontrollwechsel – Rückkauf von Schuldverschreibungen – Ausschüttungsbegrenzung – Mindesteigenkapitalquote – Mindestzinsdeckungsgrad
Emittent	MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG
Handelsregister	HRB 214837, Amtsgericht Stendal
Gründung der Gesellschaft	1907
Emittententätigkeit	Herstellung von Fahrrädern und Fahrradteilen/-zubehör
Emittententyp	Unternehmen
Sitz des Emittenten	Deutschland

Gesellschafter/Aktionär	Peter Wicht und Familie 24,0% Carsten Maschmeyer und Familie 27,5% Peter Unger / AFM Holding 3,8% Streubesitz 44,7%
Vorstandsmitglieder	Peter Wicht (Alleinvorstand)
Branche	Herstellung von Fahrrädern und Fahrradteilen/ -zubehör
Gezeichnetes Kapital/Grundkapital	EUR 9.798.926

Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung dieses Ratings ist der auf der Internetseite der Feri EuroRating Service AG veröffentlichte Code of Conduct der Feri EuroRating Services AG (http://frr.feri.de/files/documents/fer/Downloads/LEGAL/Policies/feras_code_of_conduct.pdf). Die Feri EuroRating Services AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens bzw. der Emission zum Stichtag, an dem dieses Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Feri EuroRating Services AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Dieses Rating ist auch keine Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung zur Investition für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Es soll von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Es kann eigene Untersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Feri EuroRating Services AG unterstellt, dass die ihr vom Kunden zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind und diese ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermitteln. Sie unterstellt des weiteren, dass die vorgelegten Dokumente echt sind und die auf diesen abgegebenen Unterschriften

ten von den jeweils berechtigten Personen abgegeben worden sind und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Feri EuroRating Services AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die Veröffentlichung oder gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Feri EuroRating Services AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich auch nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen daher ebenfalls nur mit Zustimmung der Feri EuroRating Services AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Zustimmung der Feri EuroRating Services AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Feri EuroRating Services Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Hinweis:

Dem Emittenten wurden diese Ratingzusammenfassung, der umfassende Ratingbericht sowie das Ratingzertifikat am Ende des Ratingprozesses zur Verfügung gestellt. Bei Unstimmigkeiten ist der umfassende Ratingbericht maßgeblich. Eine Veröffentlichung der Inhalte des umfassenden Ratingberichtes durch Feri EuroRating Services AG ist ausgeschlossen.

Feri EuroRating Services AG

Haus am Park

Rathausplatz 8-10

61348 Bad Homburg

Germany

Telefon: +49 6172 916 3200

Fax: +49 6172 916 1200

E-Mail: fer@feri.de

MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG

Kyselhäuser Straße 23

06526 Sangerhausen

Telefon: +49 34 64 / 53 7-0

Fax: +49 34 64 / 53 7-300

E-Mail: info@mifa.de