

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

WKN: 549309 | ISIN: DE0005493092 | Bloomberg: BVB GY

Szenario-Analyse COVID-19 Auswirkungen: Absage der EM ermöglicht ein umsetzbares Zeitfenster für die Bundesliga

Bundesliga wurde ausgesetzt: Es ist offiziell: Die Bundesliga legt aufgrund der Ausbreitung des COVID-19 Virus eine Spielpause bis mindestens dem 2. April ein. Gegeben den Umständen, dass viele Städte noch bis Mitte April strikte Regelungen bzgl. Versammlungen >1000 Personen haben, denken wir, dass die Bundesliga frühestens zum Osterwochenende (18./19.4) wieder den Spielbetrieb aufnimmt; somit würden 4 reguläre Spieltage ausfallen (26. bis 29. Spieltag).

Mögliche Szenarien-Analyse für den BVB: 1) **Komplett-Absage der Saison** ohne weitere Spiele, oder 2) **Wiederaufnahme nach mehrwöchiger Pause mit ausschließlich Geisterspielen in der Bundesliga.** Unabhängig welches Szenario eintreten sollte, der BVB wird diese Krise überstehen. Mit einer aktuellen Eigenkapital-Quote von 65% (H1 19/20) und keinen Finanzverbindlichkeiten hat der BVB ausreichend Möglichkeiten, die möglichen Umsatzverluste aufzufangen.

- 1) Dies wäre der Worst Case nicht nur für den BVB, sondern für die ganze Bundesliga. Denn hier würde man nicht nur die Ticket-Einnahmen gänzlich verlieren, sondern es steht auch die letzte Abschlagszahlung der Vermarktungserlöse der DFL in Höhe von 384 Mio. Euro für die 36 Proficlubs auf dem Prüfstand. Dem BVB alleine stehen hierbei noch eine Zahlung von 29,8 Mio. Euro zu. Verbunden mit dem Ausfall von bis zu 3 Mio. Euro pro Spiel aus Ticketing (inkl. VIP), Merchandising und Catering würde dies dem BVB nach unserer Berechnung einen negativen EBITDA-Effekt von ca. 45 Mio. Euro für das restliche Jahr 2019/2020e einbringen und insgesamt einen Nettoverlust in Höhe von -3,3 Mio. Euro (vorher: +27,0 Mio. Euro).
- 2) Sollte die Saison zwar „regulär“ (also alle Spieltage) enden, diese aber zeitlich verschoben und komplett ohne Publikum stattfinden, so sehen wir den negativen Effekt nur bei 13 Mio. Euro (-12%) für das restliche 2019/2020e.

Unsere Schätzungen basieren auf Szenario 2, was nur einen Effekt von 0,16 Euro (-1,2%) auf die Bewertung hatte. Jedoch erhöhen wir unseren Risikoabschlag von 25% auf 35% gegeben den derzeitigen Unsicherheiten und setzen daher unser Kursziel bei 9,00 Euro. KAUFEN klar bestätigt.

GJ Ende: 30.06.; in Mio. EUR	CAGR (18-22e)	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatz	1,7%	405,7	536,0	489,5	504,4	483,7	515,3
EBITDA	-0,6%	74,1	137,3	116,0	104,3	99,9	113,8
Marge		18,3%	25,6%	23,7%	20,7%	20,7%	22,1%
EBIT	30,4%	10,7	39,0	23,5	19,1	22,1	52,2
Marge		2,6%	7,3%	4,8%	3,8%	4,6%	10,1%
Nettoergebnis	32,3%	8,2	31,7	17,4	13,8	16,2	40,2
EPS	32,3%	0,09	0,34	0,19	0,15	0,18	0,44
Dividende je Aktie		0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
EV		374,6	377,0	366,9	370,5	392,1	396,1
EV/Umsatz		0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
EV/EBITDA		5,1	2,7	3,2	3,6	3,9	3,5
P/E		52,1	13,5	24,5	31,0	26,4	10,6
Net debt/EBITDA		-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3

Quelle: BVB, FMR

Veröffentlicht: 18.03.2020

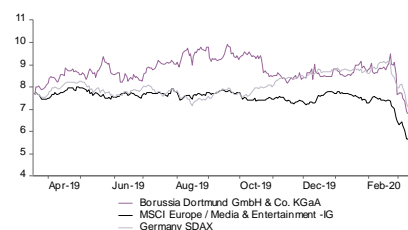
KAUFEN

Vorher: KAUFEN

Kursziel **EUR 9,00 (10,50)**
Aktienkurs* EUR 4,63 (+94%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Veränderung	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatz	-12,6	-7,0	-3,4
EBIT	-16,5	-5,1	-0,5
EPS	-0,14	-0,04	-0,00



Quelle: Factset

Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	92,0
Free Float (in %)	60%
Market Cap (in Mio. EUR)	426
Handelsvolumen (Ø)	283T
Hoch (EUR, 52 Wochen)	10,29
Tief (EUR, 52 Wochen)	4,33

Aktionärsstruktur

Evonik Industries	9,8%
Bernd Geske	9,4%
Free float, sonstige	80,8%

Unternehmenskalender

9M Zahlen	15.05.2020
-----------	------------

Analyst

Marcus Silbe, CEFA

Head of Research

marcus.silbe@fmr-research.de

+49 (0) 69 - 920 389 12

Kontakt

FMR Frankfurt Main Research AG
Schillerstrasse 16
60313 Frankfurt am Main
Germany

+49 (0) 69 - 920 389 10

www.fmr-research.de

In Kooperation mit:



ODDO SEYDLER

EM-Absage wichtige Entscheidung um Liga „regulär“ zu beenden: Gestern wurde von der UEFA offiziell bestätigt, dass die Europameisterschaft 2020 um 1 Jahr verschoben werden soll, insbesondere um es den europäischen Ligen zu ermöglichen, die Saisons noch „regulär“ zu beenden. Bezogen auf die Bundesliga ermöglicht diese Entscheidung einen zusätzlichen zeitlichen Spielraum von bis zu 6 Wochen (bisher Saison-Ende 16.5; jetzt reicht es bis zum 30.6.). Somit Stand Heute genug Zeit, um die letzten 9 Spielrunden zu absolvieren (im Schlimmsten Fall gibt es nur noch Englische Wochen, um die verbliebenen Spieltage in 3 Wochen abzuwickeln).

Aufgrund der derzeitigen Situation und der geringen Transparenz haben wir die folgenden 2 Szenarien analysiert.

Die Visibilität über das Verhalten des Transfermarkts nach der Saison ist derzeit noch nicht einzuschätzen, aber eine Eintrübung der „Preise“ dürfte einhergehen mit den europaweiten Umsatzverlusten infolge der „Geisterspiele“. Auch wenn es derzeit noch viel zu früh ist, um über die Preis-Entwicklung am Transfermarkt zu sprechen, glauben wir schon, dass zumindest für das nächste Transfer-Fenster am Ende der Saison weniger höherpreisige Spieler transferiert werden und/oder die Preise im Schnitt deutlich niedriger als in den vergangenen Transferperioden liegen wird. Da wir ohnehin nicht mit großen Transfers kalkulieren, haben wir aktuell diesen Punkt aus unserer Szenario-Analyse ausgeklammert.

1) **Komplett-Absage der Saison** ohne weitere Spiele

Dies wäre der Worst Case nicht nur für den BVB, sondern für die ganze Bundesliga. Denn hier würde man nicht nur die Ticket-Einnahmen gänzlich verlieren, sondern es steht auch die letzte Abschlagszahlung der Vermarktungserlöse der DFL in Höhe von 384 Mio. Euro für die 36 Proficlubs auf dem Prüfstand. Dem BVB alleine stehen hierbei noch eine Zahlung von 29,8 Mio. Euro zu. Verbunden mit dem Ausfall von bis zu 3 Mio. Euro pro Spiel aus Ticketing (inkl. VIP), Merchandising und Catering würde dies dem BVB nach unserer Berechnung einen negativen EBITDA-Effekt von ca. 45 Mio. Euro für das restliche Jahr 2019/2020e einbringen und insgesamt einen Nettoverlust bescheren (-3,3 Mio. Euro; vorher Gewinn: +27,0 Mio. Euro).

Darüber hinaus haben wir für die Saison 2020/2021e ebenfalls angenommen, dass zumindest noch die ersten 3 Spiele ohne Publikum stattfindet (Effekt -8 Mio. Euro) und auch insbesondere kleinere Werbepartner weniger Buchungen und/oder Kündigungen der Verträge einplanen werden. Da wir aber bei der Mehrzahl der Großkunden keinen akuten Bedarf sehen, dass die Verträge verändert werden müssten, sehen wir hier für die nächste Saison nur einen minimalen Effekt von ca. 3 Mio. Euro. Da der BVB nach dieser Saison auch an den operativen Kosten arbeiten kann, sehen wir im Moment den gesamten Negativ-Effekt auf das EBITDA bei ca. 48 Mio. Euro für die Jahre 2019/2020e und 2020/2021e. In Relation zu unserer Substanzwert-Bewertung stellt dies aber nur einen Rückgang von 3,9% dar und ist somit nur eine kleine Delle in der weiterhin bestehenden Wachstumsstory.

Insgesamt ist der BVB finanziell solide aufgestellt und selbst ein Verlust von 3 Mio. Verlust in unserem Worst-Case Szenario ist verkraftbar. Hierbei sollte auch erwähnt werden, dass der BVB bisher keine Finanzverbindlichkeiten hat und somit bei länger

andauernder „Virus-Pause“ finanziell nicht in Schwierigkeiten kommen sollte. Anders wird sich dies bei einer Vielzahl von anderen Bundesligisten (insbesondere ab 2. Liga) aussehen, die entweder bereits hohe Verbindlichkeiten haben und/oder ein negatives Eigenkapital (BVB hatte Stand 2018/2019 ein Eigenkapital von 355 Mio. Euro, EK-Quote bei 71%).

2) Wiederaufnahme nach mehrwöchiger Pause mit ausschließlich Meisterspielen in der Bundesliga.

Auch wenn es derzeit noch nicht offiziell ist, so glauben wir, dass selbst bei Wiederaufnahme der Bundesliga-Saison die Spiele bis zum Saison-Ende ohne Publikum stattfinden wird, was nach derzeitigen Stand auch Sinn machen würde. Wie oben beschrieben liegt der finanzielle Negativ-Effekt pro Spiel bei bis zu 3 Mio. Euro und bei 5 verbliebenen Heimspielen in dieser Saison sehen wir den negativen Effekt bei 13 Mio. Euro (-12%) für das restliche 2019/2020e.

Für 2020/2021e haben wir wieder eine normale Saison geplant, jedoch gehen wir wie bei Szenario 1) weiterhin davon aus, dass es bei den Werbebuchungen weniger Wachstums-Dynamik geben wird, da insbesondere kleinere Unternehmen relativ gesehen stärker finanziell belastet durch diesen Virus sein werden. Unsere EBITDA-Schätzung sinkt daher im Vergleich zu unserem letzten Update leicht um 5% auf 99,9 Mio. Euro.

Szenario-Analyse Auswirkung auf GuV

	in Mio. EUR	18/19	19/20e alt Szenario 1	Szenario 2
Umsatzerlöse		489,5	517,0	474,6
Veränderung zum Vorjahr in %		-8,7%	5,6%	-3,1%
Herstellungskosten des Umsatzes		-21,3	-26,2	-24,7
in % vom Umsatz		-4,3%	-5,1%	-5,2%
Rohertrag		468,3	490,8	449,9
in % vom Umsatz		95,7%	94,9%	94,8%
Personalkosten		-205,1	-209,2	-206,0
in % vom Umsatz		-41,9%	-40,5%	-43,4%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen		-147,2	-160,8	-161,4
in % vom Umsatz		-30,1%	-31,1%	-34,0%
EBITDA		116,0	120,8	82,5
in % vom Umsatz		23,7%	23,4%	17,4%
Abschreibungen		-92,5	-85,2	-85,2
in % vom Umsatz		-18,9%	-16,5%	-17,9%
EBIT		23,5	35,6	-2,6
in % vom Umsatz		4,8%	6,9%	-0,6%
Nettoergebnis nach Minderheiten		17,4	27,0	-3,3
in % vom Umsatz		3,6%	5,2%	-0,7%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		92,0	92,0	92,0
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,19	0,29	-0,04

Quelle: BVB, FMR

Bewertung

	Present Value (PV)	PV/Aktie
Kaderwert	642	6,98
Discount (um verkaufsfähigen Marktwert zu erreichen)	-30%	
Marktwert Mannschaft	449	4,88
Stadion	235	2,55
Marke BVB	213	2,31
Ende des Sport Five Vertrags (gesparte, abgezinste CFs)	260	2,82
1&1 neuer Trikotsponsor	50	0,54
Gesamt-Barwert	1.207	13,12
Nicht betriebsnotwendiges Cash (Ende GJ 18/19e)	39,1	0,43
Fairer Wert	1.246	13,54
Discount		-35,0%
Kursziel		9,00
"Geisterspiele-Effekt" aufs EBITDA 20219/2020e	15	0,16
Fairer Wert adjustiert um Geisterspiele	1.231	13,38
Discount		-35,0%
Impliziertes Kursziel		8,70
Worst-Case EBITDA-Rückgang 2019/2020 & 2020/2021e	48	0,52
Fairer Wert "Worst-Case-Szenario"	1.198	13,02
Discount		-40,0%
Impliziertes Kursziel		7,81

Quelle: BVB, FMR PV: in Mio. Euro

Obwohl sich unser fairer Wert je Aktie selbst in einem Worst-Case Szenario nur um 3,9% vermindert, senken wir unser Kursziel von 10,50 Euro auf 9,00 Euro, da sich die Aktie quasi halbiert hat und weiterhin mit extremen Risikoabschlägen zu kämpfen hat. Wir haben unseren Risikoabschlag dementsprechend von 25% auf 35% erhöht.

Selbst bei Worst-Case Szenario wäre das implizierte Kursziel mit 7,81 Euro deutlich über dem aktuellen Kurs von 4,63 Euro. Wir bestätigen unsere KAUFEN-Empfehlung, weisen aber darauf hin, dass die Aktie wohl noch die nächsten Wochen sehr volatil bleiben wird und erst nach Bekanntwerden wie es mit der Bundesliga weitergeht wieder anziehen wird. Sollte sich Szenario 2 ergeben, sehen wir deutliches Kurspotential im 2. Halbjahr.

Anhang

GuV							
	in Mio. EUR	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatzerlöse		405,7	536,0	489,5	504,4	483,7	515,3
Veränderung zum Vorjahr in %		7,8%	32,1%	-8,7%	3,0%	-4,1%	6,5%
Herstellungskosten des Umsatzes		-25,9	-20,1	-21,3	-26,5	-27,6	-27,3
in % vom Umsatz		-6,4%	-3,7%	-4,3%	-5,3%	-5,7%	-5,3%
Rohhertrag		379,8	515,9	468,3	477,9	456,0	488,0
in % vom Umsatz		93,6%	96,3%	95,7%	94,7%	94,3%	94,7%
Personalkosten		-177,9	-186,7	-205,1	-208,3	-226,1	-232,2
in % vom Umsatz		-43,9%	-34,8%	-41,9%	-41,3%	-46,7%	-45,1%
Sonstige betriebliche Ertäge/Aufwendungen		-127,7	-191,9	-147,2	-165,3	-130,0	-141,9
in % vom Umsatz		-31,5%	-35,8%	-30,1%	-32,8%	-26,9%	-27,5%
EBITDA		74,1	137,3	116,0	104,3	99,9	113,8
in % vom Umsatz		18,3%	25,6%	23,7%	20,7%	20,7%	22,1%
Abschreibungen		-63,4	-98,3	-92,5	-85,2	-77,9	-61,7
in % vom Umsatz		-15,6%	-18,3%	-18,9%	-16,9%	-16,1%	-12,0%
EBIT		10,7	39,0	23,5	19,1	22,1	52,2
in % vom Umsatz		2,6%	7,3%	4,8%	3,8%	4,6%	10,1%
Finanzergebnis (netto)		-1,6	-4,3	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5
EBT (Gewinn vor Steuern)		9,1	34,6	21,8	17,6	20,6	50,7
in % vom Umsatz		2,2%	6,5%	4,5%	3,5%	4,3%	9,8%
Steuern		-0,9	-2,9	-4,4	-3,8	-4,4	-10,4
in % vom EBT		-10,0%	-8,5%	-20,3%	-21,7%	-21,5%	-20,6%
Konzerngewinn/-verlust aus fortzuführenden Geschäftsbereichen		8,2	31,7	17,4	13,8	16,2	40,2
Ergebnis nach Steuern aus aufgegebenen Geschäftsbereichen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen		8,2	31,7	17,4	13,8	16,2	40,2
Minderheiten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Minderheiten		8,2	31,7	17,4	13,8	16,2	40,2
in % vom Umsatz		2,0%	5,9%	3,6%	2,7%	3,3%	7,8%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,09	0,34	0,19	0,15	0,18	0,44

Quelle: BVB, FMR

Bilanz

	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
Aktiva						
Anlagevermögen	354,9	351,4	371,7	440,1	432,3	440,8
in % der Bilanzsumme	74,1%	72,4%	74,3%	78,4%	76,9%	73,0%
Immaterielle VMW (inkl. Goodwill)	141,5	120,3	163,7	226,9	210,4	210,0
Sachanlagevermögen	184,7	180,7	184,0	192,8	201,5	210,3
Langfristige Anlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges AV	27,1	50,0	23,6	20,1	20,1	20,1
Umlaufvermögen	123,7	134,2	128,4	121,1	129,9	163,3
in % der Bilanzsumme	25,9%	27,6%	25,7%	21,6%	23,1%	27,0%
Vorräte	9,0	5,6	4,6	15,1	14,5	15,5
Forderungen aus L.u.L. und sonstiges	65,3	68,5	66,1	71,1	84,5	90,1
Ertragssteuerforderungen	0,2	0,6	1,8	0,6	0,6	0,6
Liquide Mittel	49,3	59,5	55,9	34,2	30,2	57,1
Summe Aktiva	478,6	485,6	500,1	561,1	562,2	604,0
Passiva						
Eigenkapital	312,3	343,6	354,9	363,1	379,2	419,5
in % der Bilanzsumme	65,3%	70,8%	71,0%	64,7%	67,5%	69,4%
Gezeichnetes Kapital	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Kapitalrücklage	220,4	251,7	263,0	271,2	287,3	327,6
Bilanzverlust & sonstiges Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Aktien	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ausschüttungsfähige Rücklagen	312,3	343,6	354,9	363,1	379,2	419,5
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	139,7	117,9	126,4	176,7	161,6	163,2
	29,2%	24,3%	25,3%	31,5%	28,7%	27,0%
Finanzschulden	10,3	2,0	3,1	2,0	2,0	2,0
Umsatzabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	63,6	54,6	60,7	69,1	66,3	70,6
Ertragssteuerverbindlichkeiten	0,7	2,0	3,5	2,0	2,0	2,0
Rückstellungen	21,9	24,7	25,5	56,6	39,6	31,7
Sonstige, kurzfristige Verbindlichkeiten	43,3	34,7	33,7	47,1	51,8	57,0
Langfristige Verbindlichkeiten	26,6	24,1	18,8	21,3	21,3	21,3
	5,5%	5,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,5%
Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzschulden	8,7	6,7	8,4	3,9	3,9	3,9
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,2	1,1	1,7	1,1	1,1	1,1
Sonstige, langfristige Verbindlichkeiten	16,7	16,3	8,7	16,3	16,3	16,3
Summe Passiva	478,6	485,6	500,1	561,1	562,2	604,0

Quelle: BVB, FMR

Cash-Flow Rechnung

	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
EBT	9,1	34,7	21,8	17,6	20,6	50,7
Abschreibungen	63,4	90,6	92,5	85,2	77,9	61,7
Sonstiger OCF (inkl. nicht-zahlungswirksame)	6,4	48,8	30,2	-76,9	1,1	-4,9
Veränderung in Working Capital	31,5	-3,6	0,0	38,7	-33,5	-10,4
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	110,4	170,4	144,5	64,6	66,1	97,0
CAPEX	-104,7	-142,8	-139,3	-72,2	-64,6	-64,6
Veränderung in Konsolidierung, Netto-Effekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	0,1	0,0	0,0	-3,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-104,6	-142,7	-139,3	-75,2	-64,6	-64,6
Veränderung der Finanzschulden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividenden (inkl. Anteile anderer Gesellschafter)	-5,6	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Sonstige finanzielle Positionen	-2,6	-11,9	-3,3	-5,6	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-8,2	-17,5	-8,8	-11,1	-5,5	-5,5
Veränderung des Finanzmittelbestandes	-2,4	10,2	-3,6	-21,6	-4,0	26,9
Wechselkurseffekte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderung in Cash	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am 01.01.	51,7	49,3	59,5	55,9	34,2	30,2
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	49,3	59,5	55,9	34,2	30,2	57,1

Quelle: BVB, FMR

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 85 WpHG, der EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) sowie der Delegierten Verordnung 2016/958 und der Delegierten Verordnung 2017/565 einschließlich Informationen über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), den/die Ersteller und die zuständige Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar und reflektieren die Meinung des jeweiligen Verfassers. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG für Schäden gleich welcher Art, und die FMR Frankfurt Main Research AG haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die FMR Frankfurt Main Research AG keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die FMR Frankfurt Main Research AG, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet die FMR Frankfurt Main Research AG für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt.

Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Unsere Informationen und Empfehlungen in dieser Studie stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Erstellung und Aushändigung dieser Studie werden wir gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Diese Studie ersetzt keinesfalls eine Anlageberatung.

Die Einschätzungen, insbesondere Prognosen und Kurserwartungen, können möglicherweise nicht erreicht werden. Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der FMR Frankfurt Main Research AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

2. Pflichtangaben

- a) Erstmalige Veröffentlichung: 18.03.2020,
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
- e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten – im gesetzlich zulässigen Rahmen – zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

- a) Weder die FMR Frankfurt Main Research AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person
 - (i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;
 - (ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;
 - (iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen;

(iv.) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandanten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	-

b) Die FMR Frankfurt Main Research AG hat mit der Oddo Seydler Bank AG einen Kooperationsvertrag geschlossen, auf dessen Grundlage sie diese Finanzanalyse erstellt. Die Oddo Seydler Bank AG wiederum handelt im Auftrag der Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

Weder die Oddo Seydler Bank AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

(i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;

(ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;

(iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen:

(iv.) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	iii, vi

Bewertungs-Historie der letzten 12 Monate:

Datum	Empfehlung	Kurs bei Veröffentlichung (Euro)	Kursziel (Euro)
24.05.2019	KAUFEN	9,10	10,50
16.08.2019	KAUFEN	9,00	10,50
11.11.2019	KAUFEN	8,52	10,50
22.11.2019	KAUFFEN	8,45	10,50
11.12.2019	KAUFEN	8,35	10,50
20.02.2020	KAUFEN	8,99	10,50
24.02.2020	KAUFEN	9,49	10,50
03.03.2020	KAUFEN	7,72	10,50
18.03.2020	KAUFEN	4,63	9,00

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

FMR Frankfurt Main Research AG

Sitz: Frankfurt am Main; HRB 113537, Amtsgericht Frankfurt am Main; Vorstand: Marcus Silbe

b) Ersteller

Marcus Silbe (CEFA), Head of Research, Senior Analyst

c) Diese Studie darf ausschließlich für eigene interne Zwecke des Adressaten innerhalb des EWR oder der Schweiz genutzt werden.

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.

Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.

Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige

Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

Wie haben die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die wir grundsätzlich als zuverlässig einschätzen. Wir haben aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend können wir die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen nicht gewährleisten oder zusichern. In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. Factset, Bloomberg u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, FAZ, Handelsblatt, Wallstreet Journal u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der FMR Frankfurt Main Research AG, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 80 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Die Analysten der FMR Frankfurt Main Research AG beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften der FMR Frankfurt Main Research AG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.