

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

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

BVB für Champions League 21/22 qualifiziert

9M 20/21 weiterhin durch Corona-Pandemie belastet: Für 9M ergab sich ein 19%iger Umsatzrückgang auf 257,3 Mio. Euro, der insbesondere auf ein schlechtes erstes Quartal zurückzuführen ist. Stabilisierend wirkte vor allem die Entwicklung in den Segmenten Werbung und TV-Vermarktung. Das 9M EBIT erreichte -44,1 Mio. Euro und war damit besser als unsere Schätzung von -50,6 Mio. Euro.

Sportliche Situation wieder deutlich besser: Die Mannschaft hat in den letzten Wochen einen deutlichen Aufwärtstrend gezeigt. In der Bundesliga gelang es, sich nach mehreren Siegen einen Spieltag vor dem Saisonende erneut für die finanziell lukrative UEFA Champions League (UCL) zu qualifizieren. Darüber hinaus konnte die Mannschaft das DFB-Pokalfinale für sich entscheiden. Die Diskussion über die Einführung einer europäischen Superliga hat sich schnell wieder beruhigt, ist aber noch nicht endgültig beendet. Wir gehen davon aus, dass es ab 2024/25 einen reformierten UCL-Wettbewerb mit mehr Spielen als bisher geben wird.

EBITDA 20/21 bei etwa 33 Mio. Euro: Mit Adhoc-Mitteilung vom 25.05. hat der BVB ein vorläufiges EBITDA von etwa 33 Mio. Euro veröffentlicht (FMR: 23,1 Mio. Euro). Das Konzernergebnis wird bei rund -75 Mio. Euro liegen und fällt damit etwas schlechter aus als von uns geschätzt (FMR: -67,6 Mio. Euro). Wir erwarten für 22/23e ein positives EBIT von 9,5 Mio. Euro. Dabei erwarten wir, dass ab der Saison 21/22 die Bundesligaspiele wieder mit Zuschauerbeteiligung stattfinden werden.

Neues Kursziel bei 6,80 (6,00) Euro je Aktie: Die beiden Hauptgründe für die Anhebung sind ein höherer Marktwert für den Mannschaftskader nach den guten sportlichen Leistungen der letzten Wochen: 411 Mio. Euro nach 352 Mio. Euro. Darüber hinaus haben wir den negativen Corona-Effekt auf das Ergebnis angesichts der fortschreitenden Impfkampagne von -170 Mio. Euro auf -119 Mio. Euro reduziert.

Nach den sportlichen Erfolgen der letzten Wochen hat sich das Sentiment für die Aktie verbessert. Als weitere positive Treiber für den Aktienkurs sehen wir insbesondere die Rückkehr der Zuschauer in die Stadien an, sowie noch zu erwartende Transfergeschäfte. Wir bestätigen unsere KAUFEN-Empfehlung.

GJ Ende: 30.06.; in Mio. Euro	CAGR (20-22e)	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21e	21/22e
Umsatz	1,0%	405,7	536,0	370,3	370,2	329,7	378,0
EBITDA	9,0%	74,1	137,3	116,0	63,0	32,6	74,8
Marge		18,3%	25,6%	31,3%	17,0%	9,9%	19,8%
EBIT	-46,1%	10,7	39,0	23,5	-43,1	-62,4	-12,6
Marge		2,6%	7,3%	6,3%	-11,7%	-18,9%	-3,3%
Nettoergebnis	-48,2%	8,2	31,7	17,4	-44,0	-74,8	-11,8
GpA, Euro	-48,2%	0,09	0,34	0,19	-0,48	-0,81	-0,13
Dividende je Aktie, Euro		0,06	0,06	0,06	0,00	0,00	0,06
EV		420,7	423,1	413,0	416,6	615,2	615,2
EV/Umsatz		1,0	0,8	1,1	1,1	1,9	1,6
EV/EBITDA		5,7	3,1	3,6	6,6	18,8	8,2
KGV		57,7	14,9	27,2	n.m.	n.m.	n.m.
Nettoverschuldung/EBITDA	1,0%	-0,7	-0,4	-0,5	-0,9	-1,6	-0,6

Quelle: BVB, FMR

Veröffentlicht: 27.05.2021

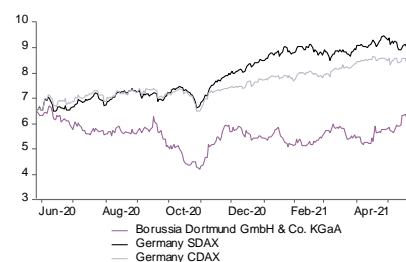
KAUFEN

Vorher: KAUFEN

Kursziel Euro 6,80 (6,00)
Aktienkurs* Euro 6,12 (+11%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Veränderung	19/20	20/21e	21/22e
Umsatz	0,0	-5,5	-16,0
EBIT	0,0	9,5	-9,1
EPS	0,00	-0,08	-0,08



Quelle: Factset

Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	92,0
Free Float (in %)	60%
Market Cap (in Mio. Euro)	563,0
Handelsvolumen (Ø)	267,5T
Hoch (Euro, 52 Wochen)	6,80
Tief (Euro, 52 Wochen)	4,20

Aktionärsstruktur

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

Unternehmenskalender

Veröffentlichung GB 20/21	Mitte August 2021
---------------------------	-------------------

Analyst

Winfried Becker
Senior Analyst

Winfried.becker@fmr-research.de
+49 (0) 69 - 247 42 72 76

Kontakt

FMR Frankfurt Main Research AG
Kleiner Hirschgraben 10-12
60311 Frankfurt am Main
Germany

+49 (0) 69 - 247 42 72 70
www.fmr-research.de

Bewertung

Bor. Dortmund: Kursziel um 13% angehoben

Mio. Euro	03.03.2021		26.05.2021	
	Present Value (PV)	PV/Aktie, Euro	Present Value (PV)	PV/Aktie, Euro
Mannschaftskader-Wert	587,0	6,38	587,0	6,38
Discount (um verkaufsfähigen Marktwert zu erhalten)	-40%		-30%	
Marktwert Mannschaft	352,2	3,83	410,9	4,47
Stadion	235,0	2,55	235,0	2,55
Marke BVB	234,0	2,54	234,0	2,54
Ende des Sport Five Vertrags (gesparte, abgezinste CFs)	232,0	2,52	232,0	2,52
1 & 1 neuer Trikotsponsor	50,0	0,54	50,0	0,54
Gesamt-Barwert	1.103,2	11,99	1.161,9	12,63
Nicht betriebsnotwendige Liquidität (Ende Gj. 19/20)	-4,7	-0,05	-4,7	-0,05
Corona-Effekt auf das EBITDA	-170,0	-1,85	-119,0	-1,29
Fairer Wert	928,5	10,09	1.038,2	11,28
Discount		-40%		-40%
Kursziel		6,06		6,77

Quelle: transfermarkt.de; FMR

Nach der Überprüfung unserer Bewertung erhöhen wir unser Kursziel für die BVB-Aktie um 13% auf gerundet 6,80 (vorher: 6,00) Euro. Nachfolgend die Hauptgründe für unsere Anpassung:

- Wegen der deutlich besseren sportlichen Leistungen in den letzten Wochen gelang es der Mannschaft, sich einen Spieltag vor Beendigung der Bundesligasaison 20/21 erneut für die kommende UCL-Runde zu qualifizieren. Das „Antrittsgeld“ für das Erreichen der Gruppenphase liegt bei etwa 40,0 Mio. Euro. Darüber hinaus gelang es, durch einen überzeugenden Sieg gegen RB Leipzig, auch den DFB-Pokalwettbewerb zu gewinnen. Durch Rücknahme des Discountsatzes auf 30% erhöht sich der Marktwert der Mannschaft auf 411 Mio. Euro.
- Vor dem Hintergrund der fortschreitenden Impfkampagne gegen die Covid-19-Pandemie haben wir den negativen Effekt auf das Ergebnis um 30% reduziert. Für die kommende Saison 21/22 erwarten wir eine Rückkehr zu Spielen mit (eingeschränkter) Zuschauerbeteiligung.

Weitere Highlights aus 9M 20/21 und Ausblick

Finanzieller Bereich/Sonstiges

- Wie erwartet waren die Umsätze in den ersten neun Monaten rückläufig und lagen mit -19% etwas unter unseren Erwartungen. Wir hatten die Rückgänge in einigen Segmenten unterschätzt.
- Segmente: Wegen der anhaltenden Belastungen durch die Corona-Pandemie (Spiele ohne Zuschauer) litten insbesondere der Spielbetrieb (-98% zum Vorjahr) und Conference, Catering, Sonstige mit -82% ggü. Vorjahr. Dagegen konnten Werbung und TV-Vermarktung leichte Umsatzsteigerungen erzielen.
- Das Ergebnis aus Transfergeschäften reduzierte sich ebenfalls sehr deutlich von 39 Mio. Euro auf 9,8 Mio. Euro.
- Das EBIT reduzierte sich von 7,4 Mio. Euro (9M 19/20) auf -44,1 Mio. Euro und war damit leicht besser als unsere Schätzung von -50,6 Mio. Euro. Für das

Gesamtjahr haben wir unsere Schätzung auf -62,4 Mio. Euro (vorher: -71,9 Mio. Euro angehoben; für Q4 erwarten wir erneut ein negatives EBIT.

- Die Eigenkapitalquote reduzierte sich zwar, war aber mit 53% weiterhin auf gutem Niveau.

Bor. Dortmund: 9M und Gesamtjahres-EBIT weiter negativ

Mio. Euro	Q1 20/21	Q2 20/21	Q3 20/21	Q4 20/21e	Gj. 20/21e
Konzernumsatz	56,6	120,8	80,0	72,4	329,7
EBITDA	-9,3	36,6	7,9	-2,6	32,6
EBIT	-35,8	10,2	-18,5	-18,3	-62,4
EBITDA-Marge	neg.	30,3%	9,9%	neg.	9,9%
EBIT-Marge	neg.	8,5%	neg.	neg.	neg.
Cashflow aus lfd. G-tätigkeit	-14,7	45,7	0,9	9,6	41,4

Quelle: BVB, FMR

- Ende März teilte der Präsidialausschuss des Beirates der BVB Geschäftsführungs-GmbH mit, dass die Anstellungsverträge für Herrn Watzke, Herrn Treß und Herrn Cramer vorzeitig bis Ende bzw. Mitte 2025 verlängert wurden. Kontinuität in schwierigen Corona-Zeiten ist nach unserer Einschätzung ein positives Signal.

Sportlicher Bereich

- Mitte April 2021 erteilte die Deutsche Fußball Liga GmbH (DFL) dem BVB die uneingeschränkte Lizenz für die neue Bundesliga-Spielzeit 2021/22. Die neue Spielzeit beginnt lt. Rahmenterminkalender am Wochenende vom 13. bis 15.08.2021. Das Spielertransferfenster hat die FIFA zwischen dem 01.07. und dem 31.08.2021 festgelegt.
- Das DFB-Pokalfinale gegen RB Leipzig konnte der BVB nach einer überzeugenden Leistung mit 4:1 Toren für sich entscheiden.
- Für die Fußball-EM (11.06.-11.07.2021) wird der BVB mit M. Hummels und E. Can zwei Spieler für das deutsche Aufgebot abstellen. Insgesamt wird der Verein voraussichtlich knapp 10 Spieler abstellen und dafür eine finanzielle Gegenleistung erhalten; wir rechnen mit einem niedrigen einstelligen Millionenbetrag, der dem neuen Geschäftsjahr zuzuordnen ist.
- Champions League-Teilnahme für kommende Saison gesichert: Nach dem 34. Spieltag steht der BVB in der Bundesliga mit 64 Punkten auf dem dritten Tabellenplatz. Damit hat sich der Verein auch in der kommenden Spielzeit wieder für das sportlich und finanziell lukrative internationale Geschäft qualifiziert. Die Gruppenphase wird am 14./15. September 2021 beginnen. Auslosungen am 26.08.2021.
- Mitte April sorgte eine Initiative von zwölf europäischen Spitzenclubs für Aufregung, indem sie ankündigten, eine eigene europäische Superliga ins Leben zu rufen. Sie stellten sich damit offen gegen Reformpläne der UEFA, den Modus der Champions League in Richtung mehr Mannschaften und mehr Spiele zu verändern. Nach heftigen Diskussionen und hoher medialer Aufmerksamkeit hat sich das Thema inzwischen deutlich beruhigt. Es ist aber auch noch nicht endgültig geklärt, welche Seite sich durchsetzen wird.

Initiative einer europäischen Superliga

Insbesondere die Clubs aus Madrid, Barcelona und Turin machen weiter Front gegen die UEFA.

- Das Kernelement der Reform der UEFA sieht eine Aufstockung der Mannschaften von 32 auf 36 und statt der Gruppenphase die Einführung einer neuen Ligaphase vor. Im Ergebnis würden bei diesem Modell deutlich mehr Spiele anfallen und dadurch voraussichtlich auch die Einnahmen deutlich steigen, wovon die Vereine profitieren würden. Der neue Modus soll mit der Spielzeit 2024/25 beginnen.

Aus heutiger Sicht sehen wir eine größere Wahrscheinlichkeit dafür, dass sich die UEFA mit ihren Reformplänen durchsetzen wird. Insbesondere die Vereine aus Madrid, Barcelona und Turin riskieren einen Ausschluss von der Champions League. In diesem Fall werden wahrscheinlich dann die Gerichte bemüht. Wir sehen im BVB eher einen Befürworter der UEFA-Reformpläne.

Darüber hinaus könnte der Streit um die Einführung der Superliga auch die Gerüchte um den Spielerwechsel von Erling Haaland zu Real Madrid beeinflussen. Dortmund hat sich die Teilnahme an der Champions League gesichert, während dies bei Real Madrid derzeit noch fraglich ist. Die kommenden Monate werden für Klarheit sorgen. Wir gehen davon aus, dass der BVB die kommende Saison mit dem Spieler plant.

Im Falle des Spielers Sancho gibt es offenbar ein Gentlemen's Agreement mit dem Verein, der dem Spieler einen Wechsel ermöglichen würde, wie kürzlich in der Sportpresse erklärt wurde. Sancho gehört unseres Erachtens zu den derzeit wertvollsten Spielern im Kader.

Das System, immer mehr Spiele zu kreieren, ist nicht beliebig auszuweiten. Wir sehen unter anderem das Risiko einer generell steigenden Belastung und einer höheren Verletzungsanfälligkeit der Spieler. Als mögliche Folge könnte es zu einer Ausweitung der Spielerkader kommen, mit entsprechend höheren Personalkosten für die Vereine. In Summe werden unseres Erachtens aber die finanziellen Vorteile für die beteiligten Vereine überwiegen.

Anhang

GuV					
in Mio. Euro (IFRS)	17/18	18/19	19/20	20/21e	21/22e
Umsatzerlöse	536,0	370,3	370,2	329,7	378,0
Veränderung zum Vorjahr in %	0,0%	-30,9%	0,0%	-10,9%	14,6%
Herstellungskosten des Umsatzes	-20,1	-21,3	-22,4	-21,4	-23,4
in % vom Umsatz	-3,8%	-5,8%	-6,1%	-6,5%	-6,2%
Rohertrag	515,9	349,0	347,8	308,3	354,6
in % vom Umsatz	96,3%	94,2%	93,9%	93,5%	93,8%
Personalkosten	-186,7	-205,1	-215,1	-197,8	-196,6
in % vom Umsatz	-34,8%	-55,4%	-58,1%	-60,0%	-52,0%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-191,9	-27,9	-69,8	-77,8	-83,2
in % vom Umsatz	-35,8%	-7,5%	-18,8%	-23,6%	-22,0%
EBITDA berichtet	137,3	116,0	63,0	32,6	74,8
in % vom Umsatz	25,6%	31,3%	17,0%	9,9%	19,8%
Abschreibungen	-98,3	-92,5	-106,1	-95,0	-87,4
in % vom Umsatz	-18,3%	-25,0%	-28,7%	-28,8%	-23,1%
EBIT	39,0	23,5	-43,1	-62,4	-12,6
in % vom Umsatz	7,3%	6,3%	-11,7%	-18,9%	-3,3%
Finanzergebnis (netto)	-4,4	-1,7	-3,5	-1,9	-1,3
EBT (Gewinn vor Steuern)	34,6	21,8	-46,6	-64,2	-13,9
in % vom Umsatz	6,5%	5,9%	-12,6%	-19,5%	-3,7%
Steuern	-2,9	-4,4	2,6	-10,6	2,1
in % vom EBT	-8,4%	-20,2%	-5,6%	16,5%	-15,0%
Konzerngewinn/-verlust aus fortzuführenden Geschäftsbereichen	31,7	17,4	-44,0	-74,8	-11,8
in % vom Umsatz	5,9%	4,7%	-11,9%	-22,7%	-3,1%
Ergebnis nach Steuern aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Minderheitsanteile	31,7	17,4	-44,0	-74,8	-11,8
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnis nach Minderheiten	31,7	17,4	-44,0	-74,8	-11,8
in % vom Umsatz	5,9%	4,7%	-11,9%	-22,7%	-3,1%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert	0,34	0,19	-0,48	-0,81	-0,13

Quelle: BVB, FMR

Bilanz

in Mio. Euro (IFRS)	17/18	18/19	19/20	20/21e	21/22e
Aktiva					
Anlagevermögen	351,4	371,7	441,5	432,5	415,2
in % der Bilanzsumme	72,4%	74,3%	85,2%	86,9%	85,0%
Immaterielle VMW (inkl. Goodwill)	120,3	163,7	229,7	224,7	214,7
Sachanlagevermögen	180,7	184,0	193,0	189,0	181,7
Langfristige Anlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Latente Steuern, langfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges AV	50,0	23,6	18,4	18,4	18,4
Umlaufvermögen	134,2	128,4	76,5	65,1	73,4
in % der Bilanzsumme	27,6%	25,7%	14,8%	13,1%	15,0%
Vorräte	5,6	4,6	6,8	6,6	6,8
Forderungen aus Lu.L. und sonstiges	68,5	66,1	66,1	56,8	59,1
Ertragsteuerforderungen	0,6	1,8	0,4	0,4	0,4
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	59,5	55,9	3,3	1,2	7,2
Summe Aktiva	485,6	500,1	518,0	497,6	488,7
Passiva					
Eigenkapital	343,6	354,9	305,5	230,7	218,9
in % der Bilanzsumme	70,8%	71,0%	59,0%	46,4%	44,8%
Gezeichnetes Kapital	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Kapitalrücklagen	251,7	263,0	213,6	213,6	213,6
Eigene Aktien	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Sonstiges Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	-74,8	-86,6
Minderheitenanteile Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	24,1	18,8	89,9	91,6	95,3
in % der Bilanzsumme	5,0%	3,8%	17,4%	18,4%	19,5%
Pensionsrückstellungen, langfristige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Rückstellungen	1,1	1,7	0,2	0,2	0,2
Langfristige Finanzschulden	6,7	8,4	20,1	21,1	21,3
Latente Steuern, langfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	16,3	8,7	69,6	70,3	73,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	117,9	126,4	122,6	175,3	174,5
in % der Bilanzsumme	24,3%	25,3%	23,7%	35,2%	35,7%
Rückstellungen	24,7	25,5	3,6	3,7	3,8
Finanzschulden	2,0	3,1	12,4	31,7	32,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen	54,6	60,7	67,4	74,2	74,2
Erhaltene Anzahlungen, kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragsteuerverbindlichkeiten	2,0	3,5	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern, kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	34,7	33,7	39,1	65,7	63,7
Umsatzaufgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	485,6	500,1	518,0	497,6	488,7

Quelle: BVB, FMR

Cashflow Rechnung

in Mio. EUR (IFRS)	17/18	18/19	19/20	20/21e	21/22e
EBT	34,6	21,8	-46,6	-64,2	-13,9
Abschreibungen	90,6	90,1	106,1	95,0	87,4
Veränderung Rückstellungen					
Sonstiger OCF (inkl. nicht-zahlungswirksame)	48,8	-88,9	-41,9	-32,2	9,0
Veränderung in Working Capital	-3,6	5,7	-18,0	42,8	-4,2
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	170,4	28,7	-0,4	41,4	78,3
CAPEX	-142,7	-23,6	-50,9	-86,0	-70,1
Veränderung in Konsolidierung, Nettoeffekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-142,7	-23,5	-50,8	-86,0	-70,1
Veränderung der Finanzschulden	0,0	0,0	0,0	20,3	1,2
Kapitalerhöhung					
Dividenden (inkl. Anteile anderer Gesellschafter)	-5,5	-5,5	-5,5	0,0	0,0
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Positionen	-11,9	-3,3	-3,9	-1,9	-1,3
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-17,4	-8,8	-9,4	18,5	-0,2
Veränderung des Finanzmittelbestandes	10,2	-3,6	-60,6	-26,2	8,0
Wechselkurseffekte	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Sonstige Veränderung in Cash	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am 01.07.	49,3	59,5	55,9	-4,7	-30,8
Zahlungsmittelbestand: Jahresende	59,5	55,9	-4,7	-30,8	-22,8
davon:					
Kassenbestand	59,5	55,9	3,3	1,2	7,2
Kontokorrent	0,0	0,0	-8,0	-32,0	-30,0

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 Speicherung 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: 27.05.2021
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 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

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	vi

Bewertungs-Historie der letzten 12 Monate:

Datum	Empfehlung	Kurs bei Veröffentlichung (Euro)	Kursziel (Euro)
03.03.2020	KAUFEN	7,72	10,50
18.03.2020	KAUFEN	4,63	9,00
11.05.2020	KAUFEN	6,75	8,00
03.07.2020	KAUFEN	6,07	8,00
18.08.2020	KAUFEN	5,70	8,00
09.11.2020	KAUFEN	4,66	6,00
18.12.2020	KAUFEN	5,59	6,00
12.02.2021	KAUFEN	5,14	6,00
03.03.2021	KAUFEN	5,75	6,00
27.05.2021	KAUFEN	6,12	6,80

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

Winfried Becker, 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.