

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

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

Veröffentlicht: 24.05.2019

KAUFEN

Vorher: -

Kursziel EUR 10,50 (-)
Aktienkurs* EUR 9,10 (+15%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Initial	18/19e	19/20e	20/21e
Umsatz	482,9	459,7	492,1
EBIT	26,7	11,3	31,1
EPS	0,22	0,08	0,25



Quelle: Factset

Neue Saison – Neue Chancen für den BVB

Wir initiieren unsere Coverage zu Borussia Dortmund (BVB) mit einer KAUFEN Empfehlung und einem Kursziel von 10,50 EUR je Aktie, was einem Kurspotential von 15% entspricht. Dies basiert auf unserer DCF-Bewertung (10,56 EUR). Unsere Peer Group-Bewertung ergibt einen fairen Wert von 8,91 EUR je Aktie und unsere Substanzwert-Analyse steht bei 11,90 EUR.

Sportlicher Rückblick Saison 2018/2019: Sportlich gesehen war die Saison etwas durchwachsen. Im DFB-Pokal war bereits im Achtelfinale gegen Werder Bremen Schluss (2:4 n. E.). In der Champions League hat man in der Gruppenphase deutlich überzeugt und ist mit 13 Punkten als Gruppenerster in die KO-Runde gestartet. Dort scheiterte der BVB dann aber direkt im Achtelfinale an Tottenham Hotspur (0:4 in Summe). In der Bundesliga lief es lange Zeit sehr gut, der Kampf um den Meistertitel war spannend wie schon lange nicht mehr. Meister wurde aber bekanntlich der FC Bayern München zum 7. Mal in Folge. Dennoch sollte der BVB die Vizemeisterschaft als Erfolg ansehen, da man erstmalig seit 2015/2016 wieder Zweiter in der Bundesliga wurde und somit die Positionierung als Nr. 2 in Deutschland untermauerte.

Ausblick GJ 2018/2019e: Wir rechnen mit einem Umsatz in 2018/2019e in Höhe von 482,6 Mio. EUR. Auf EBITDA-Level nehmen wir für dieses Jahr einen Wert von 97,9 Mio. EUR (EBITDA-Marge: 20,3%) an. Im Vergleich dazu erwartet der Konsens einen Umsatz von 469 Mio. EUR und ein EBITDA in Höhe von 102 Mio. EUR. Das Nettoergebnis schätzen wir bei 19,9 Mio. EUR. All diese Annahmen beruhen darauf, dass der BVB keine Spielerverkäufe mehr in Q4 einbuht.

Ausblick 2019/2020e & 2020/2021e: Wir nehmen konservativ einen jährlichen Transfererlös von 60 Mio. EUR in unsere Kalkulation und berechnen daraus einen Buchgewinn von 30 Mio. EUR/Jahr. Umsätze in den nächsten beiden Jahren sollten demnach bei 459,7 Mio. EUR und 492,1 Mio. EUR landen. Exkl. Transfers erwarten wir 391,7 Mio. EUR für 2019/2020e (+5,7%; 2018/2019e: 370,7 Mio. EUR) und 424,1 Mio. EUR für 2020/2021e (+8,3%). EBITDA für diese beiden Jahre sollte 90,2 Mio. EUR und 102,7 Mio. EUR erreichen.

GY Ende: 30.06.; in Mio. EUR	CAGR (18-21e)	15/16	16/17	17/18	18/19e	19/20e	20/21e
Umsatz	-2,8%	376,3	405,7	536,0	482,6	459,7	492,1
EBITDA	-6,8%	86,7	74,1	126,6	97,9	90,2	102,7
Marge		23,0%	18,3%	23,6%	20,3%	19,6%	20,9%
EBIT	-4,8%	36,4	10,7	36,1	26,7	11,3	31,1
Marge		9,7%	2,6%	6,7%	5,5%	2,5%	6,3%
Nettoergebnis	-6,3%	29,4	8,2	28,4	19,9	7,5	23,4
EPS	-6,3%	0,32	0,09	0,31	0,22	0,08	0,25
Dividende je Aktie		0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
EV		785,5	787,9	777,7	809,6	820,3	792,9
EV/Umsatz		2,1	1,9	1,5	1,7	1,8	1,6
EV/EBITDA		9,1	10,6	6,1	8,3	9,1	7,7
P/E		28,4	102,3	29,4	42,1	111,4	35,8
Net debt/EBITDA		-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-0,4

Quelle: BVB, FMR

Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	92,0
Free Float (in %)	60%
Market Cap (in Mio. EUR)	837
Handelsvolumen (Ø)	283T
Hoch (EUR, 52 Wochen)	10,29
Tief (EUR, 52 Wochen)	5,33

Aktionärsstruktur

Evonik Industries	14,8%
Bernd Geske	9,3%
Free float, sonstige	75,9%

Unternehmenskalender

Roadshow in Frankfurt	17.06.2019
GB 2018/2019	Ende August

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

Inhaltsverzeichnis:

Investment Thesis.....	3
SWOT	5
Bewertung	6
Zusammenfassung	6
Peer Group-Bewertung.....	6
DCF Modell.....	7
Substanzwert-Analyse	9
Unternehmensprofil	10
Konzernstruktur	10
Management	11
Aktionärsstruktur.....	11
Geschäftsmodell	12
Spielbetrieb.....	13
TV-Vermarktung.....	13
Werbung	14
Merchandising/Catering	15
Transfers	15
Finanzkennzahlen	17
Historische Entwicklung.....	17
9M 2018/2019	19
Guidance 2018/2019	19
Mittelfristiger Ausblick.....	20
Anhang.....	24

Investment Thesis

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (BVB) gehört zu den markenstärksten internationalen Fußballclubs mit einer der höchsten, durchschnittlichen Zuschauerzahl in Europa. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und der mit ihr im Konzern verbundenen Tochterunternehmen ist der professionelle Vereinsfußball und die wirtschaftliche Nutzung der damit verbundenen Einnahmepotentiale, insbesondere die Vermarktung des Stadions "Signal Iduna Park", welches sich im Besitz des BVB befindet.

Den Hauptteil der Umsätze erzielt der Borussia Dortmund-Konzern mit Erlösen aus dem Spielbetrieb (u.a. Ticketing), der Vermarktung von Fernsehrechten (u.a. Pay-TV), Werbung (Sponsoring), Handel (u.a. Merchandising) und aus Transfers (Ablöseentschädigungen für Spieler). Neben dem Kerngeschäft engagiert sich Borussia Dortmund auch in fußballnahen Geschäftsfeldern.

Die Kern-Einkommensquellen des Profifußballs sind TV-Marketing, Werbung, Spielbetrieb und Merchandising/Catering. Borussia Dortmund verfolgt weiterhin das Ziel, sich als klare Nr. 2 in der Bundesliga zu etablieren und wenn möglich, auch den Abstand zur Nr. 1 in Deutschland, dem FC Bayern München, zu verringern.

Ausgehend von der Performance der letzten Jahre, einschließlich der abgeschlossenen Saison 2018/2019, ist der BVB auf gutem Weg, dies erfüllen zu können. Ein weiterer wichtiger Aspekt für Borussia Dortmund ist es, die Profitabilität weiter zu stabilisieren und auszubauen; mit und ohne Transfer-Erlösen.

Umsatzseitig gehen wir davon aus, dass sich das Unternehmen ex-Transfer deutlich positiv entwickeln wird. Für 2019/2020e sehen wir die Umsätze ex-Transfer bei +5,7% und für 2020/2021e sogar bei 8,3%, was daran liegt, dass wir in diesem Jahr eine Vertragsverlängerung mit PUMA (mindestens 10 Mio. EUR mehr) erwarten.

Seitdem die Gelder aus der europäischen TV-Vermarktung „explodierten“, erhöhten sich nicht nur die Verkaufspreise für die Spieler, die Gehaltssteigerungen verliefen ähnlich steil. Dies lässt sich auch in den Personalkosten beim BVB erkennen. Während man in 2013/2014 noch gesamte Personalkosten von 107,8 Mio. EUR hatte, erwarten wir für dieses Jahr 208,0 Mio. EUR. Somit haben sich die Personalkosten in 5 Jahren quasi verdoppelt. Noch besser lässt sich dies im Verhältnis zum Umsatz erkennen. Während die Personalkosten in 2013/2014 noch 42,1% vom Umsatz (ex-Transfer) ergaben, liegen diese nun mit 56,1% deutlich über 50%. Jedoch scheint die Dynamik etwas abzunehmen, da der BVB nur noch knapp 10 Mio. EUR Anstieg pro Jahr verzeichnet, während es vor 2-3 Jahren noch bis zu 20 Mio. EUR waren. Somit fühlen wir uns derzeit mit unserer Annahme eines moderaten Anstiegs für die nächsten beiden Jahre wohl und glauben, dass in 2020/2021e die Personalkosten nur noch 54% der Umsätze (ex-Transfer) ausmachen.

Die 9M 2018/2019-Zahlen waren gut, und einhergehend mit den typischen Umsatz/Kosten-Entwicklungen in Q4 gehen wir davon aus, dass das Geschäftsjahr 2018/2019e positiv enden wird. Wir schätzen die Konzern-Umsätze auf 482,6 Mio.

BVB ist einer der bekanntesten europäischen Fußball-Clubs

Umsätze aus 5 Segmenten

Plan ist es, Profitabilität weiter zu steigern

Wir erwarten deutliches Umsatzplus in den nächsten Jahren (ex-Transfer)

Transfererlöse fingen an zu steigen nachdem TV-Vermarktung hochging, aber dadurch erhöhten sich auch die Spielergehälter

Positiver Ausblick für das Geschäftsjahr

EUR und ex-Transfer auf 370,7 Mio. EUR (+18,3% YoY). Nach Abzug des Opex in Höhe von 464,8 Mio. EUR ergibt sich ein EBITDA von 97,9 Mio. EUR. EBIT und Nettoergebnis erwarten wir bei 26,7 Mio. EUR bzw. bei 19,9 Mio. EUR.

Ab 2019/2020e gehen wir konservativ von jährlichen Transfererlösen von ca. 60 Mio. EUR aus. Da wir diesbezüglich nur eine geringe Visibilität haben, kann es hierbei teilweise zu deutlichen Abweichungen kommen. Wir nehmen diesen Betrag an, um ein gesamtes Bild für den BVB abzubilden, da Transfererlöse in den vergangenen Jahren zu einem wichtigen Bestandteil des Geschäftsmodells eines Fußballclubs wurden.

Deswegen sind unsere EBITDA-Schätzungen unter denen des aktuellen Jahres, da wir auch bei den Kosten konservativ nur von einem jährlichen Buchgewinn von 30 Mio. EUR ausgegangen sind. Für die Jahre 2019/2020e und 2020/2021e erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 90,2 Mio. EUR bzw. 102,7 Mio. EUR. Auf Netto-Ebene bedeutet dies, dass wir den Nettogewinn des BVB für 2019/2020e bei 7,5 Mio. EUR und für 2020/2021e bei 23,4 Mio. EUR sehen. Bezogen auf die Dividende gehen wir aktuell davon aus, dass die 6 Cent-Politik weiter fortgeführt wird, auch wenn wir uns vorstellen könnten, dass der BVB die Dividende auf 10 Cent+ anhebt.

Unser DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 10,56 EUR je Aktie und unser fairer Wert aus der Multiple-Bewertung ergab 8,91 EUR. Unsere Substanzwert-Analyse, die eher als langfristiger Ansatz zu sehen ist, deutet auf einen fairen Wert je Aktie von 11,90 EUR hin.

Wir initiieren unsere Coverage mit einer KAUFEN Empfehlung und einem Kursziel von 10,50 EUR (Kurspotential: +15%). Mittelfristig glauben wir aber, dass der Wert aus der Substanzwert-Analyse eintreffen kann.

Konservative Annahme von Transfererlösen in Höhe von 60 Mio. EUR/Jahr

...mit Buchgewinnen von 30 Mio. EUR/Jahr

EBITDA sollte in 2020/2021e auf über 100 Mio. EUR ansteigen

DCF Fairer Wert bei 10,56 EUR je Aktie

KAUFEN-Empfehlung, Kursziel 10,50 EUR

SWOT

Stärken

- Starkes, erfahrenes Management: Das Management-Team, geführt von Hans-Joachim Watzke und Thomas Treß, hat das Unternehmen von einer Fast-Pleite zu der klaren Nr. 2 im deutschen Fußball entwickelt
- Loyale und starke Fan-Base
- Signal Iduna Park-Stadion ist im Eigentum des Unternehmens
- Stabile Umsatz-Entwicklung im Kerngeschäft (Ticket-Verkauf, TV-Rechte, langfristige Sponsoren-Verträge), die allesamt nicht gänzlich vom sportlichen Erfolg abhängig sind

Schwächen

- Kein multifunktionales Stadion
- „Wettkampf“ um Sponsoren bedingt durch Vielzahl an Vereinen im Ruhrpott
- Verkauf von Spielern kann zu starker Volatilität beim Umsatz/Nettoergebnis führen

Chancen

- Signifikant höhere Umsätze durch regelmäßige Qualifizierung für die UEFA Champions League
- Durchschnittliche Gehälter in Deutschland „noch“ deutlich unter den Niveaus, die in England, Italien und Spanien gezahlt werden
- Hoher positiver Free Cashflow durch Spielerverkäufe (wenn Verkäufe > Neu-Investitionen)

Risiken

- Wechsel des Trainer-Teams, von wichtigen Spielern und/oder Management
- Trotz verbesserter Erlöse aus den Bundesliga TV-Rechten sind deutsche Clubs weiterhin gegenüber den Clubs aus anderen großen Ländern finanziell benachteiligt
- 50+1-Regelung: Finanzstarke Investoren in anderen großen Ländern dürfen Vereine unterstützen, was in Deutschland nur beschränkt möglich ist; als börsennotiertes Unternehmen ist dies eine zusätzliche Erschwernis

Bewertung

Zusammenfassung

Für die Ableitung des fairen Werts des BVB haben wir drei Bewertungsansätze verwendet. Während die DCF-Bewertung das langfristige Wachstums-Potential sehr gut aufzeigen kann, gibt unsere Peer Group-Bewertung bessere Einblicke in die aktuelle Marktdynamik. Zusätzlich haben wir noch eine Substanzwert-Analyse vollzogen. Wir haben uns auf die Multiplikatoren für das Jahr 2020e konzentriert, da es gängig ist, dass Investoren immer das nächste Jahr als Basis nehmen.

Unser DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 10,56 EUR je Aktie und unser fairer Wert aus der Multiple-Bewertung ergab 8,91 EUR. Unsere Substanzwert-Analyse, die eher als langfristiger Ansatz zu sehen ist, deutet auf einen fairen Wert je Aktie von 11,90 EUR.

Wir initiieren unsere Coverage mit einer KAUFEN Empfehlung und einem Kursziel von 10,50 EUR (Kurspotential: +15%). Mittelfristig glauben wir aber, dass der Wert aus der Substanzwert-Analyse eintreffen kann.

3 Bewertungsansätze – DCF und Peer Group-Multiples

**DCF Fairer Wert bei 10,56 EUR
Fairer Wert von Multiples bei 8,91 EUR**

KAUFEN Empfehlung mit Kursziel 10,50 EUR

Fairer Wert Zusammenfassung

Fairer Wert Herleitung	Fairer Wert je Aktie (EUR)
Fair Value DCF	10,56
Peer-Group	8,91
Substanzwert-Analyse	11,90

Quelle: FMR

Peer Group-Bewertung

Peer Group – Überblick

Name	Market cap.	EV	EBITDA			EBIT			Sales			
			2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	EUR	837,2	768,0	97,9	90,2	102,7	26,7	11,3	31,1	482,6	459,7	492,1
Juventus Football Club S.p.A.	EUR	1.500,6	1.001,2	131,6	165,0	176,6	-31,8	21,6	43,2	585,0	626,7	652,1
Olympique Lyonnais Groupe	EUR	171,6	347,9	83,1	85,3	88,9	31,0	36,0	39,5	298,3	302,9	317,7
Manchester United Plc Class A	EUR	3.288,9	3.430,4	239,5	222,0	237,0	89,8	36,9	51,3	794,7	804,8	863,0
Galatasaray Sportif Sinaı ve Ticari Yatiri	EUR	723,6	987,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sport Lisboa e Benfica-Futebol SA	EUR	61,4	301,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AFC Ajax N.V.	EUR	309,8	81,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AIK Fotboll AB Class B	EUR	60,9	19,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A.S. Roma S.p.A.	EUR	338,6	332,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
S.S. Lazio S.p.A.	EUR	81,2	50,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sporting Clube de Portugal Futebol SAC	EUR	46,9	324,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celtic PLC	EUR	154,4	138,1	-2,6	-1,4	-2,6	-4,8	-3,6	-4,8	75,4	72,1	73,1
Mittelwert				151,4	157,4	167,5	29,7	31,5	44,7	559,3	578,1	610,9
Median				131,6	165,0	176,6	31,0	36,0	43,2	585,0	626,7	610,9

Quelle: Factset, FMR

Insgesamt umfasst unsere Peer Group 11 börsennotierte Fußballclubs. Auch wenn es aktuell für 8 dieser Mannschaften keine Schätzungen gibt (keine aktuellen Updates mit validen Schätzungen), haben wir diese mit in unsere Bewertung aufgenommen.

Wie in der Zusammenfassung bereits beschrieben, haben wir uns bei der Peer Group-Bewertung auf die Multiples EV/EBITDA und das Jahr 2020e konzentriert.

Auf Basis der 2020e EV/EBITDA-Multiples, ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 8,91 EUR.

Fairer Wert je Aktie der Peer Group bei 8,91 EUR

Peer Group-Bewertung

Name	EV/EBITDA			EV/EBIT			EV / Sales		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
BVB (Konsensus)	7,3	6,9	-	26,5	22,4	19,5	1,6	1,6	1,5
Prämie/Abschlag									
vs. Mittelwert Peer	-16,0%	-18,7%	-	7,1%	-20,2%	30,7%	-31,7%	-32,6%	-25,4%
vs. Medien Peer	-3,9%	10,1%	-	7,1%	-20,2%	30,7%	-4,3%	-5,2%	-5,3%
Juventus Football Club S.p.A.	7,6	6,2	6,0	-	47,5	24,7	1,7	1,6	1,6
Olympique Lyonnais Groupe	4,2	3,6	2,3	11,2	8,6	5,1	1,2	1,0	0,6
Manchester United Plc Class A	14,3	15,4	14,4	38,2	n.m.	n.m.	4,3	4,3	4,0
Mittelwert (exkl. DEAG)	8,7	8,4	7,6	24,7	28,1	14,9	2,4	2,3	2,1
Median (exkl. DEAG)	7,6	6,2	6,0	24,7	28,1	14,9	1,7	1,6	1,6

	in Mio. EUR, außer EPS (in EUR)	EBITDA			EBIT			Sales		
		2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
BVB: Schätzungen von FMR		97,9	90,2	102,7	26,7	11,3	31,1	482,6	459,7	492,1
Multiples: Peer Average		8,7	8,4	7,6	24,7	28,1	14,9	2,4	2,3	2,1
EV (berechnet)		852,3	760,0	776,3	661,2	316,4	462,7	1.157,2	1.059,9	1.020,2
+ Net Cash - Minderheiten	59,5									
Market Cap (berechnet)		-	819,5	-	-	-	-	-	-	-
Market Cap (berechnet)		819,5								
Prämie (-Discount) vs. Peer										0%
Fairer Marktwert		819,5								
Anzahl Aktien (Mio.)										92,0
Fairer Wert je Aktie (EUR)										8,91

Quelle: Factset, FMR

DCF Modell

Unser Discounted Cashflow (DCF)-Modell basiert auf den folgenden Annahmen:

Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC): Den risikolosen Zins haben wir bei 2,0% festgesetzt und nehmen eine Eigenkapitalrisikoprämie von 6,0% und eine Fremdkapitalrisikoprämie von 2,0% an. Den Beta-Faktor haben wir auf 1,3 gesetzt und unterstellt, dass die langfristige Zieleigenkapitalquote zu Marktwerten bei 60% liegt. Mit diesen Annahmen sind wir zu einem Kapitalkostensatz (WACC) von 7,03% gelangt.

WACC bei 7,03%

Phase 1 (2018/19e-2020/21e): Wir berechnen die Free Cashflows (FCF) für die Phase 1 gemäß unseren detaillierten Finanzprognosen, die wir im Finanzteil

Umsatzwachstum (ex Transfer) bei 6% p.a. (CAGR)

beschrieben haben. Umsatz (ex Transfer) wird in 2019-21e mit einem CAGR von 6% wachsen, während sich die EBIT-Marge auf 6,3% in 2021e verbessert.

Phase 2 (2022E-28e): Phase 2 umfasst die Jahre 2021/22e bis 2027/28e. Für diese Periode gehen wir von einem stabilen Umsatzwachstum von 5% aus, wobei die EBIT-Marge langfristig bei ~8,0% bleiben wird. Der Hauptgrund, warum wir die langfristige Marge von 5% auf 8% ansteigen lassen, ist der Wegfall des ursprünglichen Sportfive-Vertrags, der nach der Saison 2020/21e ausläuft. Wir erwarten uns hier eine jährliche Kosteneinsparung von ca. 15 Mio. EUR, was dem Margenanstieg um 300bp entspricht.

Mittelfristige Erwartung der EBIT-Marge bei 8,0%

Zusätzlich haben wir die angenommenen Buchgewinne aus den zukünftigen Transfergeschäften mit 25 Mio. EUR/Jahr (normalisiert) inkludiert. Der Gesamt Fair-Value-Wert aus diesen Buchgewinnen entspricht 334,4 Mio. EUR.

Endwert (Terminal Value): Für die Berechnung des Endwertes setzen wir eine langfristige Wachstumsrate des Free Cashflows von 2,0% an, wobei dies eine eher vorsichtige Schätzung ist. Basierend auf unseren Schätzungen kommen wir so zu einem fairen Wert des Unternehmens von 912,3 Mio. EUR.

DCF-Modell

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2							PHASE 3
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	∞
Umsatz	482,6	459,7	492,1	516,7	542,6	569,7	598,2	628,1	659,5	692,5	
YoY in %	-10,0%	-4,7%	7,1%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBIT	26,7	11,3	31,1	25,8	43,4	45,6	47,9	50,2	52,8	55,4	
EBIT-Marge in %	5,5%	2,5%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Einkommensteuern auf EBIT	-5,3	-2,3	-6,2	-5,2	-8,7	-9,1	-9,6	-10,0	-10,6	-11,1	
Abschreibungen	71,1	78,9	71,6	60,0	55,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	
Buchgewinne				25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	
Impl. Steuer				-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	
Steuerquote				-23,0%	-23,0%	-23,0%	-23,0%	-23,0%	-23,0%	-23,0%	
Veränderung des Working Capitals	-8,6	16,5	8,0	-1,0	-1,5	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	
CAPEX (Netto)	-125,1	-120,1	-70,1	-50,1	-45,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	
Free Cash Flow	-41,2	-15,8	34,3	48,7	62,4	54,6	56,4	58,8	60,9	63,0	
Barwerte	-40,9	-14,6	29,6	39,2	46,7	38,2	36,8	35,7	34,4	33,2	674,1
Barwert Phase 1	-25,9										
Barwert Phase 2	264,2										
Barwert Phase 3	674,1										
Barwert total	912,3										
+ Net Cash	59,5										
- Minderheitsanteile (Marktwerte)	0,0										
Fairer Wert des Eigenkapitals	971,8										
Anzahl Aktien (Mio.)	92,0										
Fairer Wert je Aktie (EUR)	10,56										

Risikofreie Rendite	2,0%	Ziel-Eigenkapitalquote	60,0%
Risikoprämie EK	6,0%	Steuerquote	25,0%
Risikoprämie FK	2,0%	Beta (Fundamental)	1,30
CAGR Umsatz Phase 2	5,0%	WACC	7,03%
Ø EBIT-Marge Phase 2	5,0%	Wachstum Phase 3	2,0%

Sensitivitätsanalyse						
Wachstum in Phase 3						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
EBIT Marge	3,0%	5,41	5,72	6,10	6,56	7,14
	4,0%	6,13	6,49	6,93	7,46	8,12
	5,0%	6,85	7,26	7,86	8,36	9,11
	6,0%	7,58	8,03	8,58	9,26	10,10
	7,0%	8,30	8,81	9,41	10,15	11,08

Quelle: FMR

Dazu addieren wir den Kassenbestand, ziehen die Finanzverbindlichkeiten ab und gelangen somit zu einem fairen Wert von 971,8 Mio. EUR oder 10,56 EUR je Aktie. Exklusive der Transfer-Buchgewinn-Annahmen wäre der faire Wert je Aktie bei 6,47

Fairer Wert des DCF bei 10,56 EUR

EUR, was jedoch als konservativ zu betrachten ist, da Spielerverkäufe trotz der geringen Visibilität auch weiterhin jährlich stattfinden werden.

Substanzwert-Analyse

Wir haben uns entschieden, zusätzlich zur DCF-Methode und der Peer Group-Bewertung noch diese Substanzwert-Analyse mit aufzunehmen, da wir der Meinung sind, dass diese Methodik mit am besten das nachhaltige Wertpotential aufzeigt.

Wir haben hierbei den aktuellen Mannschaftswert (laut transfermarkt.de) mit einem Discount von 30% versehen, da nur die Transfer-Werte in die Substanzwert-Analyse gehören, die auch gewinnbringend verkauft werden könnte. Da wir u.a. nicht davon ausgehen, dass Marco Reus den Verein aktuell noch verlässt, zählt sein Marktwert somit nicht dazu. Letztlich bleibt unsere Annahme subjektiv, da auch wir aufgrund der geringen Visibilität keinen Einblick in die Gedankenspiele des Managements haben, welche Spieler auf der „Verkaufs-Liste“ stehen.

Den Wert des Stadions haben wir aus den Wertansätzen verschiedener Sportstätten in Europa und den USA entwickelt. Der Markenwert in Höhe von 213 Mio. EUR ist ebenso teilweise von der Forbes-Liste abgeleitet, enthält aber auch eigene Berechnungs-Methodiken.

Wie auch schon in der DCF-Sektion erwähnt, erwarten wir in der Saison 2021/22e, dass der BVB Kosteneinsparungen in Höhe von 15 Mio. EUR/Jahr haben wird, da der ursprünglich ungünstige Sportfive-Vertrag mit dem BVB in dieser Form ausläuft. Abgezinst mit dem gleichen WACC wie auch im DCF angenommen, ergibt sich so ein fairer Wert in Höhe von 198 Mio. EUR.

Insgesamt beläuft sich so der gesamte Barwert auf 1,067 Mio. EUR oder 11,60 EUR je Aktie. Addiert man hierzu noch die nicht-betriebsnotwendigen Mittel, erhöht sich der faire Wert je Aktie auf 11,90 EUR, was auch gleichzeitig unserem langfristigen Kursziel entspricht.

Substanzwert-Analyse

Adjustierung des Marktwerts der Mannschaft

Markenwert bei 213 Mio. EUR

Kosteneinsparung durch Wegfall des urspr. Sportfive-Vertrages in Höhe von 198 Mio. EUR (abgezinste CFs)

Fairer Wert je Aktie von 11,90 EUR

Substanzwert-Analyse

	Present Value (PV)	PV/Aktie
Kaderwert	602	6,54
Discount (um verkaufsfähigen Marktwert zu erreichen)	-30%	
Marktwert Mannschaft	421	4,58
Stadion	235	2,55
Marke BVB	213	2,31
Ende des Sport Five Vertrags (gesparte, abgezinste CFs)	198	2,15
Gesamt-Barwert	1.067	11,60
Nicht betriebsnotwendiges Cash (Ende GJ 18/19e)	27,6	0,30
Fairer Wert	1.095	11,90

Quelle: Transfermarkt.de, FMR

Unternehmensprofil

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (BVB) gehört zu den markenstärksten internationalen Fußballclubs mit einer der höchsten durchschnittlichen Zuschauerzahl in Europa. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und der mit ihr im Konzern verbundenen Tochterunternehmen ist der professionelle Vereinsfußball und die wirtschaftliche Nutzung der damit verbundenen Einnahmepotentiale, insbesondere die Vermarktung des Stadions "Signal Iduna Park", welches sich im Besitz des BVB befindet.

Den Hauptteil der Umsätze erzielt der Borussia Dortmund-Konzern mit Erlösen aus dem Spielbetrieb (u.a. Ticketing), der Vermarktung von Fernsehrechten (u.a. Pay-TV), Werbung (Sponsoring), Handel (u.a. Merchandising) und aus Transfers (Ablöseentschädigungen für Spieler). Neben dem Kerngeschäft engagiert sich Borussia Dortmund auch in fußballnahen Geschäftsfeldern.

Mit Beschlüssen der Mitgliederversammlungen des Ballspielverein Borussia 09 e.V. Dortmund vom 28.11.1999 und 26.02.2000 wurde der gesamte bisherige steuerpflichtige, wirtschaftliche Geschäftsbetrieb des professionellen Vereinsfußballs ausgegliedert und in die neu gegründete Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA eingebracht. Im Oktober 2000 vollzog Borussia Dortmund als erster Fußballclub in Deutschland den Gang an die Börse und ist heute im General Standard der Deutschen Börse AG gelistet.

Nach ihrem Ranking von Forbes, liegt der BVB derzeit auf Platz 12 der Rangliste der wertvollsten Fußballvereine der Welt. Mit einer Bewertung von 901 Mio. USD liegt die Nr. 2 in Deutschland damit knapp hinter Nr. 11 Paris Saint-Germain. Deutschlands Nr. 1 FC Bayern München liegt mit einer Bewertung von 3,06 Mrd. EUR auf Platz 4. Der FC Schalke 04 liegt mit 707 Mio. EUR auf Platz 15. Interessanterweise liegt der BVB beim operativen Ergebnis sogar auf Platz 8, noch vor Real Madrid (Platz 9).

Konzernstruktur

Derzeit ist die Gesellschaft an den Unternehmen BVB Stadionmanagement GmbH (100% der Anteile), BVB Merchandising GmbH (100% der Anteile), BVB Event & Catering GmbH (100% der Anteile), besttravel dortmund GmbH (100% der Anteile), BVB Asia Pacific Pte. Ltd. (100% der Anteile) und Orthomed Medizinisches Leistungs- und Rehabilitationszentrum GmbH (Anteil 33,4%) beteiligt.

BVB ist ein europäischer Top-Club mit eigenem Stadion

Umsätze aus 5 Segmenten

Seit Oktober 2000 börsennotiert

Forbes-Ranking: BVB auf Platz 12 mit 901 Mio. USD

Derzeitige Konzernstruktur

Konzernstruktur



Quelle: BVB

Management

Hans-Joachim Watzke, geboren am 21.06.1959 in Marsberg (Nordrhein-Westfalen), wurde vom Präsidialausschuss des Beirates der Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH am 15.02.2005 zum Geschäftsführer der Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH bestellt. Hans-Joachim Watzke ist alleinvertretungsberechtigt. Der Diplom-Kaufmann ist zudem alleiniger Gesellschafter der Watex Schutz-Bekleidungs-GmbH, einem bedeutenden Hersteller von Feuerwehr- und Arbeitskleidung mit Sitz im Sauerland.

Hans-Joachim Watzke

Thomas Treß, geboren am 31.01.1966 in Riedlingen (Baden-Württemberg), wurde am 11.10.2005 vom Präsidialausschuss des Beirates der Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH als zweiter Geschäftsführer bestellt. Seit dem 01.01.2006 ist Thomas Treß für die Bereiche "Finanzen" sowie "Organisation" zuständig und ist wie Hans-Joachim Watzke alleinvertretungsberechtigt. Daneben fungiert er als Geschäftsführer des BVB-Konzerntochterunternehmens Sports & Bytes GmbH. Thomas Treß, ausgebildeter Steuerberater und Wirtschaftsprüfer sowie Dipl.-Kaufmann, war vor seiner Geschäftsführertätigkeit in Dortmund Generalbevollmächtigter und Partner der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft "RölfsPartner" und hat im Rahmen dieser Tätigkeit die Sanierung des Borussia Dortmund-Konzerns verantwortlich begleitet und vorangetrieben.

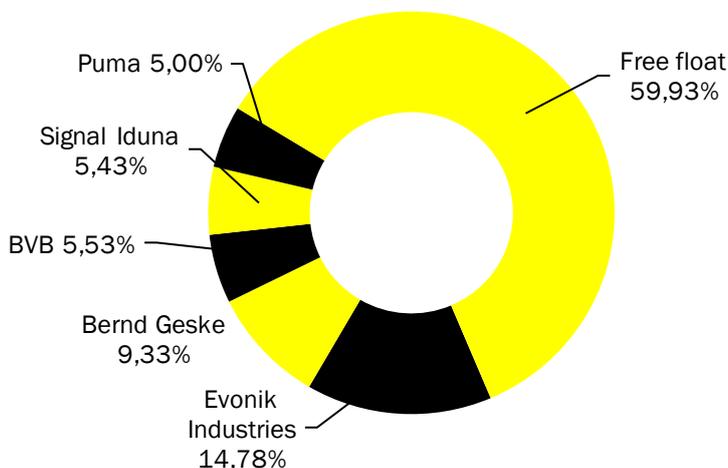
Thomas Treß

Carsten Cramer, geboren am 23. Dezember 1968 in Münster, begann seine berufliche Karriere als Geschäftsführer und Marketingleiter beim Fußball-Traditionsclub Preußen Münster. Anschließend wechselte er zum Sportrechtevermarkter „Ufa“ (später „Sportfive“). Dort war Cramer zunächst als Sportfive-Teamleiter beim Hamburger SV und von 2002 bis 2007 schließlich in gleicher Funktion beim BVB tätig. Ab dem 01. März 2018 wurde Carsten Cramer als Geschäftsführer der Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH bestellt; er ist gesamtvertretungsberechtigt mit einem weiteren Geschäftsführer.

Carsten Cramer

Aktionärsstruktur

Aktuelle Aktionärsstruktur



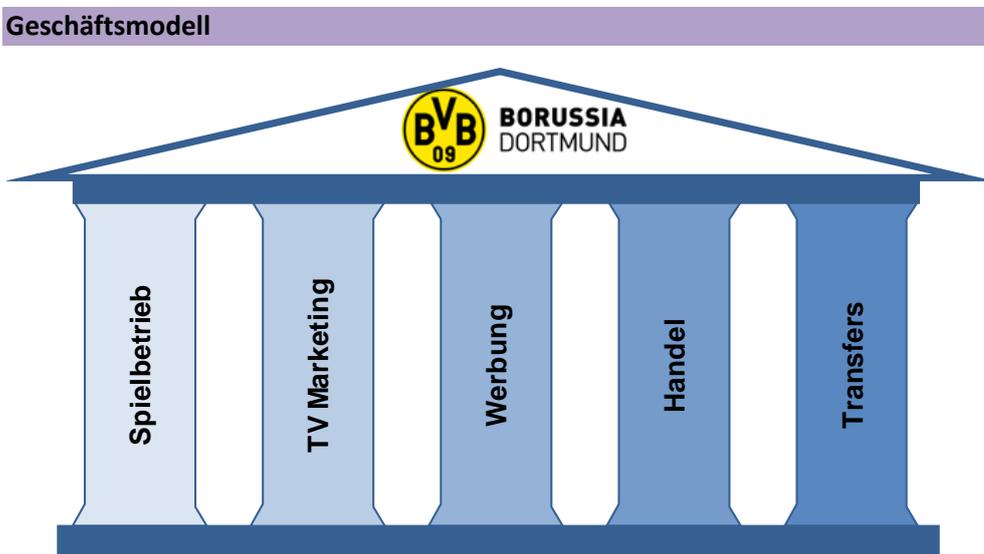
Quelle: BVB, FMR

Geschäftsmodell

Die Kern-Einkommensquellen des Profifußballs sind TV-Marketing, Werbung, Spielbetrieb und Merchandising/Catering. Borussia Dortmund verfolgt weiterhin das Ziel, sich als klare Nr. 2 in der Bundesliga zu etablieren und wenn möglich, auch den Abstand zur Nr. 1 in Deutschland, dem FC Bayern München, zu verringern.

Ausgehend von der Performance der letzten Jahre, einschließlich der abgeschlossenen Saison 2018/2019, ist der BVB auf gutem Weg, dies erfüllen zu können. Ein weiterer wichtiger Aspekt für Borussia Dortmund ist es, die Profitabilität weiter zu stabilisieren und auszubauen; mit und ohne Transfer-Erlösen.

Borussia Dortmund unterteilt seine Geschäftsaktivitäten derzeit in fünf Segmente, wie in der folgenden Grafik zu sehen ist:



Quelle: Borussia Dortmund, FMR

Aufgrund der Umsatzstruktur bei Fußballclubs per se, aber auch insbesondere beim BVB, ist das Unternehmen weniger abhängig vom sportlichen Erfolg als noch vor vielen Jahren. Aufgrund von weiter steigenden TV-Vermarktungserlösen und Boni für Erfolge im DFB-Pokal und/oder UEFA Europe League sind die früher wichtigen Umsätze aus dem Spielbetrieb nicht mehr der Wachstumstreiber. Dies liegt vor allem auch daran, dass beim BVB das Stadion quasi immer ausverkauft ist und man schon seit Jahren das Bestmögliche aus den Potentialen erzielt. Denn Ticketpreise können nicht so leicht erhöht werden, wie man dies vielleicht mit einem Trikotsponsor verhandeln kann, da am Ende die Fans hinter der Mannschaft stehen müssen und das werden sie nicht, wenn Sie jedes Jahr 10% mehr für ein Ticket bezahlen müssen.

Im Laufe der Jahre hat sich aber auch die Werbung zu einem der wichtigsten Umsatztreiber entwickelt. Die erzielbaren Umsätze für das Werbesegment sind bereits für die kommenden Jahre auf Basis der Verträge mit den Hauptsponsoren SIGNAL IDUNA (Stadion-Name), Evonik Industries AG (Trikotsponsor) und PUMA SE (Marken-Ausstatter) abgesichert.

4 Kernsegmente

5 Segmente insgesamt (inkl. Transfers)

Werbung hat sich zu einem der wichtigsten Umsatztreiber entwickelt

Insgesamt profitiert Borussia Dortmund immer weiter von seiner Popularität und seiner großen Fan-Basis, was zu einer der höchsten durchschnittlichen Zuschauerzahlen in Europa führt - und das konstant jedes Jahr.

Spielbetrieb

Dieses Segment umfasst alle Umsätze aus dem Bundesliga-Ticketverkauf sowie aus den Ticketverkäufen aus nationalen und internationalen Wettbewerben (DFB Pokal, UEFA Champions League, UEFA Europa League).

Ticket-Verkauf national sowie international

TV-Vermarktung

Die Einnahmequelle aus Medienrechten und gemeinsamer Vermarktung haben den größten Anteil am Gesamtumsatz mit einem Umsatzanteil von 39,0% im Geschäftsjahr 2017/18, d.h. 122,2 Mio. EUR (GJ 16/17: 125,7 Mio. EUR). In dieser Einnahmequelle sind Vermarktung von TV-Medienrechten und Leistungsboni aus den nationalen sowie internationalen Wettbewerben enthalten.

TV-Vermarktung macht rund ein Drittel des Umsatzes aus

In letzten abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/2018 verzeichneten die Erträge aus der nationalen TV-Vermarktung einen Sprung von 33% um 21,8 Mio. EUR auf 87,9 Mio. EUR. Der Grund hierfür ist der neue TV-Vertrag der DFL über die nationalen Medienrechte mit einem Gesamtvolumen von 4,64 Mrd. EUR für die 4 Spielzeiten von 2017/2018 bis 2020/2021 und damit durchschnittlich 1,16 Mrd. EUR pro Saison.

Neue Berechnungs-Methodik für TV-Vertrag => 4 anstatt 2 Kriterien

Im Zuge dessen wurden die nationalen Einnahmen künftig nach 4 statt wie bisher 2 Kriterien verteilt: der Fünfjahreswertung, der Nachhaltigkeit, der Nachwuchsarbeit und des Wettbewerbes. Eine Fünfjahreswertung, die neben den Erstligisten auch die Erfolge der Zweitligisten beinhaltet.

Mit insgesamt 1,485 Mrd. EUR verteilt die DFL in der Saison 2019/20 eine Rekordsumme aus den durch die nationale und internationale Vermarktung der Übertragungsrechte der 1. und 2. Bundesliga erzielten Erlösen. Die Summe übersteigt die in dieser Saison ausgeschütteten Gelder um 115 Mio. EUR.

In 2019/2020 wird nochmal knapp 8% mehr ausgeschüttet als im Vorjahr

Auch die internationalen TV-Erlöse wurden ab der Saison 2017/2018 in drei Säulen aufgeteilt: Solidarität, Leistung und Nachhaltigkeit, die sich auf das Abschneiden in den internationalen Wettbewerben beziehen.

Überblick Verteilungsschlüssel der Prämien für UEFA Champions League

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Startgeld	8,6	12,0	12,7	12,7	15,3
Prämie Sieg	1,0	1,5	1,5	1,5	2,7
Prämie Unentschieden	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9
Achtelfinale	3,5	5,5	6,0	6,0	9,5
Viertelfinale	3,9	6,0	6,5	6,5	10,5
Halbfinale	4,9	7,0	7,5	7,5	12,0
Zweiter	6,5	10,5	11,0	11,0	15,0
Sieger	10,5	15,0	15,5	15,5	19,0

Beispiele:

Sieger, Gruppe (4S, 1U)	35,9	52,0	54,7	54,7	78,0
Halbfinale, Gruppe (3S, 2U)	24,9	36,0	38,2	38,2	57,2
Achtelfinale, Gruppe (3S, 1U)	15,6	22,5	23,7	23,7	33,8

Quelle: UEFA, FMR

Die Erlöse aus der internationalen TV-Vermarktung verringerten sich in 2017/2018 jedoch. Im Wesentlichen aufgrund der schlechteren Performance in der Champions League und des Abstiegs in die UEFA Europa League.

Insgesamt ist somit zumindest für die nationale TV-Vermarktung die Umsatzbasis für die nächsten 3 Jahre noch gefestigt. International ergaben sich aber auch Änderungen, da man erneut den Verteilerschlüssel für die UEFA Champions League angepasst hat.

Während man in der Saison 2017/2018 noch rund 18 Mio. EUR Prämien für die Erfolge in der Gruppenphase erzielen konnte, stieg dies in 2018/2019 auf 25 Mio. EUR an, was allen voran an dem höheren Startgeld (15,3 Mio. vs. 12,7 Mio. EUR) und den deutlich höheren Siegprämien (2,7 Mio. EUR vs. 1,5 Mio. EUR) liegt. Somit würden die zwei Mannschaften, die sich für die KO-Phase qualifizieren ein Prämien-Plus von ca. 40% erhalten.

Ein weiterer Faktor in der Ausschüttung durch die UEFA Champions League bezieht sich auf die Koeffizienten-Rangliste. Diese Rangliste basiert auf den Leistungen der vergangenen 10 Jahre. Insgesamt werden aus diesem Topf 585 Mio. EUR ausgeschüttet.

Der BVB erhält durch diesen Koeffizienten laut der Rangliste der UEFA einen Betrag von 21,1 Mio. EUR für die Saison 2018/2019.

Insgesamt vergibt die UEFA somit für die Saison 2018/2019 ca. 2,55 Mrd. EUR an die teilnehmenden Vereine. Davon gehen 2,04 Mrd. EUR an die Vereine in der UEFA Champions League und im UEFA-Superpokal sowie 510 Mio. EUR an die Vereine der UEFA Europa League.

Bezogen auf die Champions League erhält ein Team somit Gelder aus der zuerst genannten Leistungsprämie, aus der Koeffizienten-Rangliste sowie aus dem Medienpool. Derzeit ist der Medienpool mit 292 Mio. EUR befüllt. Während der BVB in den Saisons 2014/2015 bis zur letzten Saison einen gleichbleibenden Beitrag aus dem Medienpool in Höhe von 16 bis 22 Mio. EUR erreichte, sollte nun der Betrag niedriger sein, da der gesamte Medienpool von knapp 500 Mio. auf nunmehr 292 Mio. EUR gesenkt wurde, um nun mehr Prämien über den Koeffizienten auszuschütten.

Werbung

Unter der Einnahmequelle "Werbung" werden vor allem Erträge aus Sponsorenverträgen und sonstigen Prämienzahlungen von Sponsoren zusammengefasst. Diese Einnahmequelle ist mit einem Umsatzanteil von 30% im Geschäftsjahr 2017/18 mit 93,6 Mio. EUR (GJ 16/17: EUR 87,4 Mio.) der zweitgrößte Anteil am Gesamtumsatz (ex Transfer).

Sponsoring

Zu den wichtigsten Sponsoren der Borussia gehören Evonik Industries AG, PUMA SE und SIGNAL IDUNA. Darüber hinaus wurde die Namensrechtsvereinbarung mit der SIGNAL IDUNA bis 2021 verlängert. Dementsprechend wird Borussia Dortmund ihre Heimspiele auch für die nächsten Jahre im SIGNAL IDUNA PARK fortsetzen.

Verteilerschlüssel der UEFA Champions League wurde angepasst

Deutliche Erhöhung der Prämien-Ausschüttung für Punkteprämien um ca. 40%

Koeffizienten-Rangliste => 10 Jahres-Wertung; Topf von 585 Mio. EUR

Insgesamt werden Prämien in Höhe von 2,04 Mrd. EUR in der Champions League vergeben

Werbung

Sponsoring mit 3 großen Marken

Mit Beginn der Saison 2012/13 wurde die PUMA SE als neuer Ausstatter gewonnen. Die Partnerschaft begann am 1. Juli 2012. Anfangs zahlte PUMA 6,25 Mio. EUR jährlich, mittlerweile soll die Summe auf rund 10 bis 15 Mio. EUR geklettert sein.

Neben Evonik, PUMA SE und SIGNAL IDUNA gibt es zehn Champion-Partner, welche eine wichtige Quelle für Werbeeinnahmen bei Borussia Dortmund bilden. Jeder Champion Partner unterstützt den BVB mindestens mit einem sechsstelligen Betrag, wobei die meisten wohl eher in Richtung 3-5 Mio. EUR gehen.

Neben den oben genannten Sponsorentypen gibt es auch „normale“ Partner.

Insgesamt hat der BVB Werbebeziehungen mit 3 Hauptsponsoren (bzw. Ausstattern), 10 Champion-Partnern, 22 BVB-Partnern und 27 BVB-Produkt Partnern.

Hospitality

Hospitality ist eine etablierte Methode, um bei ausgewählten Veranstaltungen als Gastgeber zu fungieren und die Gäste abseits des klassischen Geschäftsumfeldes zu unterhalten. Die Nutzung der Hospitality-Bereiche im Signal Iduna Park (Stammtischbestuhlung, Business Club, Borussia Park, Rote Erde Club sowie der Westen und Südosten Catering-Bereich) erfreut sich starker Nachfrage. Es besteht zudem eine steigende Nachfrage nach Incentive-Paketen, die Geschäftskunden für bestimmte Spiele buchen können.

Merchandising/Catering

Diese Umsatzquelle umfasst die Geschäftsaktivitäten der Borussia Dortmund im Bezug auf Merchandising, Catering und Sonstiges. Zusammen erwirtschafteten sie auf Konzernebene einen Umsatz von 54,7 Mio. EUR (GJ 16/17: EUR 71,4 Mio.). In diesem Segment wurden die Umsätze aus Fan- und Online-Shops, Einzelhandel, Gastronomie und Lizenzen zusammengefasst.

Transfers

Dieses Segment beinhaltet alle Erlöse aus dem Transfer von Spielern von und zu anderen Fußballvereinen. Im Geschäftsjahr 2017/18 betrug der Umsatz 222,7 Mio. EUR und erhöhte sich um mehr als 100% yoy (GJ 16/17: 77,3 Mio. EUR). Die Transfererlöse setzten sich im Berichtszeitraum 1.7.2017 bis 30.6.2018 im Wesentlichen aus den Transfers der Spieler Pierre-Emerick Aubameyang zum FC Arsenal, Marc Bartra zu Real Betis Sevilla, Sven Bender zu Bayer Leverkusen, Gonzalo Castro zum VfB Stuttgart, Ousmane Dembélé zum FC Barcelona, Mikel Merino Zazón zu Newcastle United, Emre Mor zu Celta Vigo und Neven Subotic zu AS St.-Etienne zusammen, wobei der Transfer von Dembélé mit einer Transfersumme >100 Mio. EUR der größte in der BVB-Geschichte darstellt.

Nach den Regeln der FIFA (Fédération Internationale de Football Association) können die Spieler nur während eines bestimmten Transfer-Fensters transferiert werden.

In Deutschland liegt der geplante Zeitraum zwischen dem 1. Juli und dem 31. August sowie dem 1. bis 31. Januar. Ein schriftliches Angebot wird für einen Spieler

10 Champion-Partner

Partnerschaften mit 52 Unternehmen

Hospitality

Merchandising/Catering

Letztjährige Transfererfolge

Reguläres Transfer-Fenster in Deutschland

erstellt und der verkaufende Verein kann das jeweilige Angebot ab- oder annehmen.

Beteiligte Parteien sind der Verkaufs-Club, der Käufer-Club, der Berater und der Spieler.

Es gibt 4 Vereinbarungen, die für den Transferprozess notwendig sind: eine Transfer-Vereinbarung, ein Aufhebungsvertrag, ein neuer Arbeitsvertrag und eine Berater-Vereinbarung (zwischen Club und Berater).

Clubs können sich an einen Berater wenden, der in ihrem Namen arbeitet und ihn auffordern, einen Käufer für einen bestimmten Spieler zu finden. Der Berater wird mit Managern und Chefscouts von anderen Clubs sprechen und eruieren, welche Positionen zu besetzen sind. Er sichert sich das bestmögliche Angebot für seinen Kunden. Berufliche und finanzielle Aspekte des Spielers werden dabei berücksichtigt.

In den meisten Fällen wird eine Gebühr für die Arbeit des Beraters mit dem Einkaufs-Club vereinbart. Wenn ein Spieler von einem Verein zu einen anderen wechselt, wird sein alter Vertrag beendet. Er verhandelt mit dem seinem neuen Club über einen neuen Vertrag.

4 Vereinbarungen für einen Transfer

Rolle des Beraters

Berater erhält Fee

Aktuelle Transfers

Saison 2018/2019		Saison 2019/2020	
Zugänge	Abgänge	Zugänge	Abgänge
Abdou Diallo	Christian Pulisic	Thorgan Hazard	
Thomas Delaney	Andrii Yarmolenko	Nico Schulz	
Axel Witsel	Sokratis	Julian Brandt	
Leonardo Balerdi	Mikel Merino	Paco Alcacer	
Marius Wolf	Gonzalo Castro		
Marwin Hitz	Mnuri Sahin		
	Erik Durm		
	Dominik Reimann		
	Roman Weidenfeller		

Quelle: Transfermarkt.de, BVB, FMR

Finanzkennzahlen

Historische Entwicklung

Bei der Analyse der Geschäfts-Entwicklung beim BVB muss man unterscheiden zwischen dem „operativen“ Verlauf und dem Erfolg aus Transfererlösen. Zwar gehören Transfers per se zum Tagesgeschäft von Fußball-Vereinen dazu, aufgrund der geringen Visibilität sind Vorhersagen jedoch ziemlich schwierig.

Um zu zeigen, dass sich der BVB nicht nur mithilfe von Transfers umsatzseitig weiterentwickelt hat, zeigen wir die Umsatz-Entwicklung jeweils inklusive bzw. exklusive Transfers.

Unterscheidung zwischen Kern-Entwicklung und Entwicklung inkl. Transfer-Erlösen

Umsatz-Entwicklung mit und ohne Transfer-Erlöse

Historische Umsatz-Entwicklung: links inkl. Transfers, rechts exkl. Transfers



Quelle: Borussia Dortmund, FMR

Auf dem linken Chart „inklusive Transfers“ ist deutlich zu erkennen, dass der BVB in den letzten 5 Jahren stetig die Umsätze verbessern konnte und in 2017/2018 erstmalig die 500 Mio. EUR-Grenze überschritten hat. Beim Chart auf der rechten Seite „exkl. Transfers“ zeigt sich, dass das jährliche Wachstum geringer ausfällt und im letzten Geschäftsjahr 2017/2018 sogar ein leichter Umsatzrückgang von 4,6% hingenommen werden musste.

Umsatz in den vergangenen Jahren stark von Transfer-Erlösen geprägt

Trotz der Erfolge national konnte man im Bereich Merchandising weniger umsetzen als noch im Jahr zuvor, was vor allem daran lag, dass man sowohl aus der Champions League als Dritter als auch dann beim Wechsel in die UEFA Europa League im Achtelfinale ausgeschieden war. Somit ist klar zu erkennen, dass die Höhe der Merchandising-Umsätze abhängig ist vom Erreichen der KO-Runde in der Champions League.

Merchandising weniger als im Vorjahr, da am Ende nur UEFA Europa League

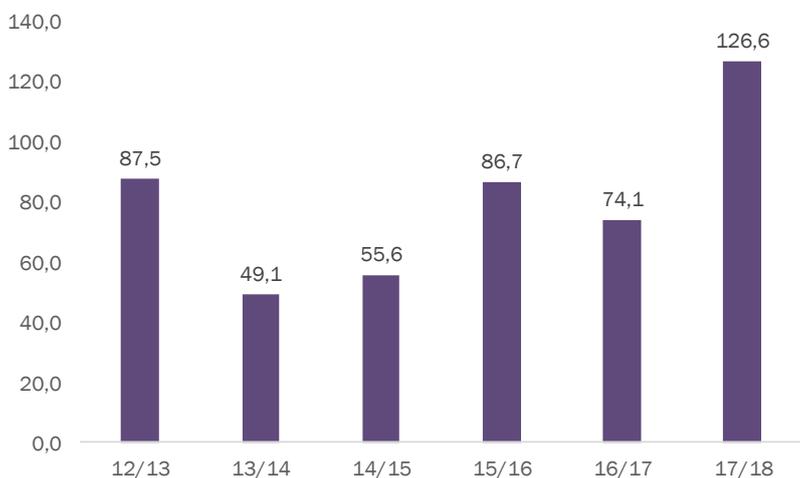
Insgesamt ist festzuhalten, dass die sportlichen Erfolge international größere Auswirkungen auf GuV haben als Erfolge im nationalen Bereich. Daher ist es für ein zukünftiges Wachstum nicht nur Voraussetzung, sich als klare Nr. 2 beständig für die Champions League zu qualifizieren, sondern sich im besten Fall jedes Jahr auch in die KO-Runde zu spielen. Je länger der BVB in internationalen Wettbewerben dabei ist, desto höher ist der Umsatz- und dementsprechend der EBITDA-Beitrag.

Internationale Wettbewerbe haben mehr Einfluss auf GuV als nationale Wettbewerbe

Neben den Umsätzen aus den internationalen Wettbewerben sind natürlich Transfer-Erlöse über die Jahre ein weiterer Grund für die Volatilität im EBITDA.

Schaut man sich das EBITDA aus 2017/2018 an (126,6 Mio. EUR), so ist dies zu großen Teilen auf den Spielerverkauf von Dembélé zurückzuführen, den man für über 100 Mio. EUR verkaufen konnte.

Historische EBITDA-Entwicklung

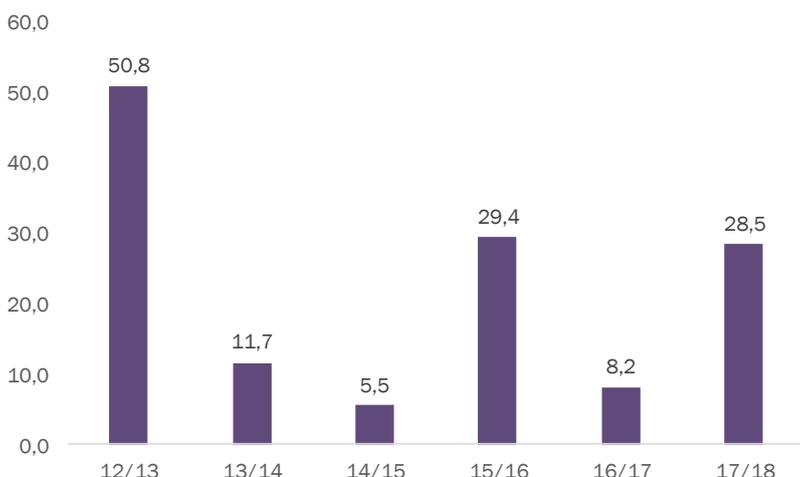


Quelle: Borussia Dortmund, FMR

Da jedoch nur die Spielerverkäufe im EBITDA zu sehen sind und nicht die Investitionen in neue Spieler (außer den direkte Kosten, die über die GuV laufen), ist der Vergleich zwischen EBITDA und dem Nettoergebnis auch ein Zeichen für die Anlage-Intensivität im jeweiligen Jahr. Infolge des erhöhten Capex in neue Spieler steigen die Abschreibungen teils deutlich an, was das Nettoergebnis entsprechend beeinflusst.

Nettoergebnis-Entwicklung abhängig von Buchgewinnen und Höhe der Abschreibungen für neue Spieler

Nettoergebnis-Entwicklung



Quelle: Borussia Dortmund, FMR

So sieht man, dass der BVB in 2012/2013 zwar nur ein EBITDA von 87,5 Mio. EUR erzielt hat ggü. 126,6 Mio. EUR in 2017/2018. Auf Netto-Ebene jedoch betrachtet, konnte der BVB in 2012/2013 einen Nettogewinn von 50,8 Mio. EUR vermelden, während es in 2017/2018 nur 28,5 Mio. EUR waren. Die Unterschiede bei den

Abschreibungen lagen bei 68,2 Mio. EUR (2012/2013: 22,4 Mio. EUR, 2017/2018: 90,6 Mio. EUR).

Insgesamt lässt sich hieraus erkennen, dass man derzeit ohne lukrative Spielerverkäufe auf Nettoergebnis-Ebene keine Gewinne zeigen kann. Es sei denn man würde gleichermaßen neue „teure“ Zukäufe einstellen, was unwahrscheinlich ist, da der BVB auch bei in den letzten Jahren deutlich angezogenen Transfer-Preisen mit den Top-Clubs Europas mithalten muss.

9M 2018/2019

In 9M 2018/2019 erzielte das Unternehmen einen Konzern-Umsatz von 409,2 Mio. EUR, was knapp 10% unter dem Vorjahres-Ergebnis liegt. Exklusive Transfererlösen verbesserte sich der Umsatz um 20,7% auf 297,3 Mio. EUR. Transfererlöse in 9M waren bei 111,9 Mio. EUR nach 208,9 Mio. EUR im Vorjahr.

Personalkosten in 9M stiegen auf 153,3 Mio. EUR, nachdem man in 9M 2017/2018 139,3 Mio. EUR berichtet hat. Bezogen auf den Umsatz (ex Transfers), entspricht dies 51,6% (9M 2017/2018: 56,5%).

Das Konzern-EBITDA landete bei 105,2 Mio. EUR (Q3: 51,1 Mio. EUR), was einer EBITDA-Marge von 25,7% entspricht. In 9M 17/18 konnte der BVB noch ein EBITDA von 128,5 Mio. EUR erreichen, was einer EBITDA-Marge von 28,2% entsprach. Hier ist auch wieder die Differenz in den Transfererlösen zu erkennen.

Nach Abzug der Abschreibungen in Höhe von 52,0 Mio. EUR, lag das EBIT in 9M somit bei 53,2 Mio. EUR (Q3: 32,9 Mio. EUR). Das Nettoergebnis nach Steuer war bei 46,1 Mio. EUR; der Nettogewinn in Q3 lag damit bei 28,8 Mio. EUR.

Guidance 2018/2019

Das Management veröffentlicht mit dem Geschäftsbericht immer auch die Guidance für das aktuelle Geschäftsjahr. Im Geschäftsbericht plante demnach das Unternehmen mit einem Umsatz von 425 Mio. EUR, was einen Rückgang gegenüber dem Vorjahr bedeutet. Hier sollte erwähnt werden, dass das Unternehmen zum einen zumeist konservativ guided, aber auch keine Transfererlöse mit in die Guidance inkludiert, solange noch nicht vertraglich abgesichert.

Wenn man bedenkt, dass die Umsätze in 9M bereits bei 409,2 Mio. EUR liegen, kann man davon ausgehen, dass die ursprüngliche Guidance deutlich übertroffen wird.

Das EBIT sollte im Bereich „niedriger einstelliger Mio. EUR-Bereich“ landen, was durch die Transfererlöse von 111,9 Mio. EUR in 9M deutlich übertroffen werden wird. Die Aussagen bzgl. Abschreibungen in Höhe von 75 Mio. EUR könnten einen Tick zu hoch sein, da man nach 9M Abschreibungen von 52,0 Mio. EUR erreichte. Hochgerechnet würde der Konzern dementsprechend eher in Richtung 70+ Mio. EUR kommen.

Hinsichtlich des Nettoergebnisses erwartete das Management einen zweistelligen Mio.-EUR-Betrag. Nachdem man in 9M bereits ein Nettoergebnis von 46,1 Mio. EUR verzeichnet, dürfte diese Guidance deutlich zu erreichen sein.

Nettogewinn geht oftmals einher mit höheren Buchgewinnen aus Transfer-Erlösen

Umsatz in 9M bei 409,2 Mio. EUR

Personalkosten von 153,3 Mio. EUR

EBITDA bei 105,2 Mio. EUR

EBIT bei 53,2 Mio. EUR; Nettogewinn bei 28,8 Mio. EUR

Ursprüngliche Guidance für den Umsatz

Nach 9M bereits im Bereich der Guidance

EBIT und Abschreibungen Guidance

Wir schätzen für das Geschäftsjahr 2018/2019 (GJ-Ende: 30.6.19) mit einem Umsatz in Höhe von 482,6 Mio. EUR, was damit knapp 14% über der Guidance von 425 Mio. EUR liegt. Der derzeitige Konsens geht von einem Umsatz von 469 Mio. EUR aus.

Der Umsatz unterteilt sich in das operative Kerngeschäft sowie in Transfererlöse. Während wir für das operative Kerngeschäft einen Umsatz von 370,7 Mio. EUR erwarten (+18,3% YoY), gehen wir für das Geschäftsjahr von einem Transfererlös von 111,9 Mio. EUR aus.

Die operativen Kosten sehen wir bei 464,8 Mio. EUR, wobei die Personalkosten in Höhe von 208 Mio. EUR den größten Anteil ausmachen. Die Personalkosten entsprechen 54% vom Konzernumsatz, bzw. 56,1% exklusive Transfererlöse.

Das EBITDA in 2018/2019e sollte daher bei 97,9 Mio. EUR landen, was einer EBITDA-Marge von 20,3% entspricht. Im vergangenen Jahr wurde ein EBITDA von 126,6 Mio. EUR erzielt. Der Rückgang ist vor allem mit höheren Transfererlösen (und dementsprechend höheren Buchgewinnen) im Vorjahr zu erklären.

Mit Abschreibungen in Höhe von 71,1 Mio. EUR planen wir mit einem EBIT von 26,7 Mio. EUR. Das Nettoergebnis fürs Geschäftsjahr erwarten wir bei 19,9 Mio. EUR. Der Konsens erwartet hier einen Wert von 23 Mio. EUR (Bandbreite von 19,4 Mio. EUR bis 26,0 Mio. EUR).

Mittelfristiger Ausblick

BVB's Prämisse für die nächsten Jahre ist, sowohl kontinuierlich und nachhaltig die Umsätze zu steigern als auch die sportlichen Erfolge national als auch International weiter zu steigern.

Strategisch sieht der BVB folgende Potentiale, die zum nachhaltigen Wachstum des Unternehmens beitragen sollen:

- (Folge-)Qualifikation für die UEFA Champions League / UEFA Europa League
- Realisierung von Transfererlösen
- Erfolg in nationalem Wettbewerb DFB-Pokal
- Austragung von Länderspielen im Signal Iduna Park
- Ausbau Werbe- und VIP-Hospitality-Vermarktung
- Steigerung des Merchandising-Umsatzes

Wir gehen davon aus, dass sich die Wachstumsdynamik des Unternehmens in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Wir sind davon überzeugt, dass es gelingt, das Umsatz- und Ergebnisniveau mittelfristig auf ein höheres Niveau zu heben.

Alle unsere Schätzungen für die nächsten 3 Jahre unterliegen folgenden Annahmen bzgl. der sportlichen Erfolge und Transfererlösen:

- Bundesliga: Jährliche Qualifikation für die UEFA Champions League mit Platzierung von entweder Platz 2 oder 3
- DFB-Pokal: Erreichen des Viertelfinales mit mindestens 1x Heimspiel
- Internationale Erfolge: Regelmäßiges Erreichen der 1. KO-Runde mit jeweils 3 Siegen und 1 Unentschieden für die Punkte-Prämien

Wir planen mit 482,6 Mio. EUR Umsatz

Umsatz ex Transfer bei 370,7 Mio. EUR

Personalkosten von 208 Mio. EUR für 2018/2019e

EBITDA bei geschätzten 97,9 Mio. EUR

Nettoergebnis bei 19,9 Mio. EUR erwartet

Kontinuierlich und nachhaltig Umsätze und Gewinne steigern ist das Ziel

Wachstumsdynamik sollte weiter zunehmen

Annahmen für sportliche Erfolge

Die Zukunftsaussichten des BVB sind sehr vielversprechend. Gegeben den langfristigen Verträgen bzgl. Werbepartnern und der TV-Vermarktung sowie unter der Annahme, dass auch zukünftig das Stadion in allen Heimspielen ausverkauft ist und das Catering dementsprechend verläuft, ist bereits ein großer Anteil der zukünftigen Umsätze abgesichert. Wir gehen davon aus, dass bereits mehr als 300 Mio. EUR/Jahr als sicher gelten, unabhängig von den sportlichen Erfolgen und sogar ohne internationale Beteiligung. Bei ständiger Qualifikation für die UEFA Champions League wären zukünftig sogar knapp 340-350 Mio. EUR abgesichert.

Schaut man sich alle Segmente an, so sollten alle Segmente zum Wachstum beitragen. Das Transfer-Segment muss hierbei aber ausgeklammert werden, da nicht nur die grundsätzliche Visibilität bezüglich welche Spieler auf der Liste stehen fehlt, sondern auch die Verkaufspreise für Spieler schwer vorherzusehen sind.

Segmentausblick

Bzgl. des Spielbetriebs gehen wir weiter davon aus, dass alle Heimspiele ausverkauft sind. Auch erwarten wir Preiserhöhungen bei den durchschnittlichen Ticketpreisen um ca. 2%, was insgesamt dazu führen sollte, dass die Umsätze in diesem Segment von 44,8 Mio. EUR in 2018/2019e auf 46,1 Mio. EUR in 2019/2020e und 47,5 Mio. EUR in 2020/2021e ansteigen sollten.

Das Werbe-Segment sollte auch zukünftig Wachstum generieren. Wir erwarten für das kommende Jahr 2019/2020e ein Umsatzplus von 5% auf 101,1 Mio. EUR und ein Plus von 15% auf 116,2 Mio. EUR in 2020/2021e. Der Grund hierfür liegt an unserer Einschätzung, dass man den Ausrüster-Vertrag mit PUMA mit verbesserten Konditionen verlängern wird und gehen derzeit konservativ von einem jährlichen Umsatzplus von 10 Mio. EUR aus.

Das TV-Marketing-Segment wird von zwei besonderen Faktoren unterstützt: der Anstieg der nationalen TV-Vermarktungs-Erlöse und die Erhöhung der UEFA Champions League-Prämien (fix und variabel). Beide Bereiche sind von 2017/2018 auf 2018/2019e um knapp 40% angestiegen. Während diese Entwicklung bedingt durch die vertragliche Neugestaltung der Bundesliga-Vermarktung als auch die Champions League-Prämien anhält, dürften auch die Erlöse in den nächsten Jahren ansteigen, wenn auch nur noch einstellig. Für 2019/2020e sehen wir einen Anstieg um 7% auf 182,4 Mio. EUR, von uns insbesondere aufgrund der erneuten Erhöhung der Ausschüttung der Bundesliga-Vermarktung eingeplant. Auch für 2020/2021e schätzen wir mit einem Umsatzplus von 7% auf 195,1 Mio. EUR.

Das geringste Wachstum in den Segmenten sehen wir beim Catering/Merchandising. Nachdem man im aktuellen Geschäftsjahr wieder ein leichtes Wachstum gegenüber dem Vorjahr aufzeigen konnte (+8% YoY), antizipieren wir ein stabiles Umsatzwachstum von jeweils 5% sowohl in 2019/2020e als auch in 2020/2021e auf 65,2 Mio. EUR.

**Vielversprechende Zukunft;
garantierte Umsätze von 300
Mio. EUR pro Jahr bereits
durch langlaufende Verträge
und ausverkauftes Stadion**

**Alle Segmente sollten zum
Wachstum beitragen**

**Annahme, weiterhin ständig
ausverkauftes Stadion mit
leichten Preiserhöhungen**

**5% Umsatzwachstum im
nächsten Jahr und 15% im
daraufliegenden durch
erwartete
Vertragsverlängerung mit
PUMA**

**TV-Vermarktung wird
weiteres Umsatz-Wachstum
generieren**

**Leichtes Wachstum für
Catering/Merchandising**

Das Transfer-Segment ist schwierig einzuschätzen, da die Visibilität sehr gering ist. Von daher haben wir uns entschieden, nur einen konservativen Ansatz zu fahren, da wir trotz fehlender Aussagekraft davon ausgehen, dass der BVB auch zukünftig regelmäßig Spieler verkaufen wird. Von daher nehmen wir ab 2019/2020e an, dass der Verein Spieler für einen Verkaufspreis von jeweils 60 Mio. EUR verkauft, welche einen Buchgewinn von 30 Mio. EUR darstellen. Hinsichtlich neue Spieler-Zugänge gab es bereits Ankündigungen für Transfers in Höhe von 96 Mio. EUR (Hazard, Schulz, Brandt) für die Saison 2019/2020. Wir gehen daher davon aus, dass es im gesamten Jahr zu Investitionen in Höhe von 110 Mio. EUR führen wird.

Führt man alle Segmente zusammen, ergibt sich ein positives Bild für die Umsatzentwicklung. Auf Konzern-Ebene gehen wir davon aus, dass der Umsatz in 2019/2020e um 4,7% niedriger als noch in 2018/2019e sein wird, was an der Differenz an Transfererlösen (111,9 Mio. EUR vs. 68 Mio. EUR) liegt. Exklusive Transfers gehen wir fürs nächste Jahr von einem Umsatzanstieg von 5,7% auf 391,7 Mio. EUR aus. 2020/2021e sollte sogar ein Umsatzwachstum von 8,3% (exkl. Transfers) bringen. Inklusive Transfers gehen wir von einem Wachstum von 7,1% YoY aus.

Umsatz-Entwicklung Segmente

	2018/2019e	2019/2020e	2020/2021e
Umsatz	482,6	459,7	492,1
YoY in %	-5,4%	-4,7%	7,1%
davon			
Spielbetrieb	44,8	46,1	47,5
YoY in %	5,8%	3,0%	3,0%
Werbung	96,3	101,1	116,2
YoY in %	0,0	5,0%	15,0%
TV-Vermarktung	170,4	182,4	195,1
YoY in %	39,4%	7,0%	7,0%
Catering/Merchandising	59,2	62,1	65,2
YoY in %	8,1%	5,0%	5,0%
Transfers	111,9	68,0	68,0
YoY in %	-49,8%	-39,2%	0,0%

Quelle: FMR

Abzüglich der operativen Kosten sehen wir das EBITDA stabil in einer Bandbreite von 90 bis 102 Mio. EUR für die Jahre 2018/2019e bis 2020/2021e. Während wir für das aktuelle GJ ein EBITDA von 97,9 Mio. EUR erwarten, planen wir für das nächste GJ mit einem EBITDA von 90,2 Mio. EUR. Der Hauptgrund für den Rückgang liegt in den geringeren angenommenen Transfererlösen. Für 2020/2021e gehen wir von einem EBITDA von 102,7 Mio. EUR aus, was unter anderem an der geplanten Vertragsverlängerung mit PUMA und einem höheren Werbeerlös von 10 Mio. EUR liegt.

Ohne Transfererlöse würde das EBITDA in 2019/2020e und 2020/2021e bei 60,2 Mio. EUR bzw. bei 72,7 Mio. EUR liegen. Bei geschätzten Abschreibungen von über 70 Mio. EUR würde dies zeigen, dass der BVB derzeit ohne Transfererlöse keine Gewinne in der GuV aufzeigen kann. Ohne Buchgewinne hätten wir ein

Transfer-Erfolge schwierig einzuschätzen; wir planen mit 60 Mio. EUR Transfererlös je Jahr mit 30 Mio. EUR Buchgewinn

Konzern-Umsatz-Entwicklung sollte sehr positiv verlaufen

EBITDA-Bandbreite für die nächsten Jahre bei 90-102 Mio. EUR

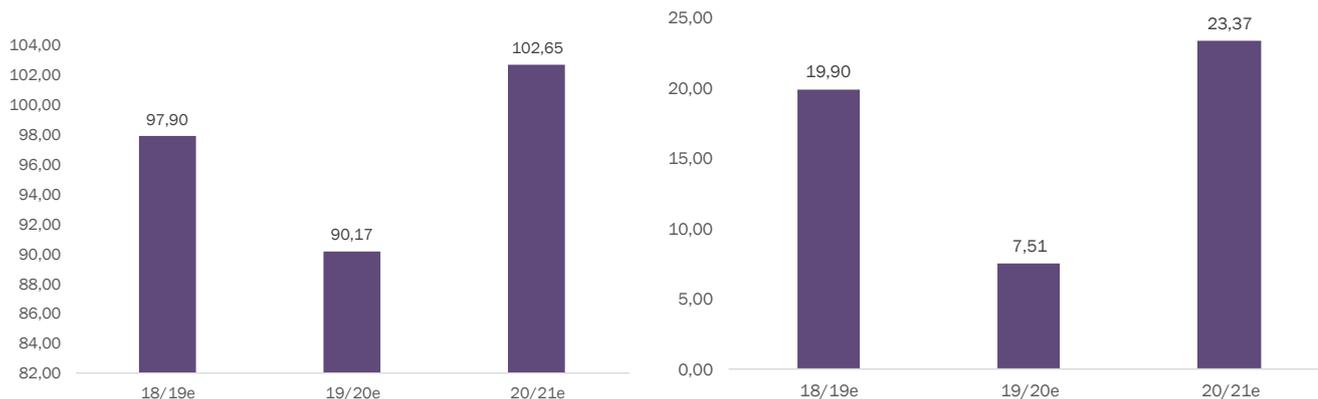
Ohne Transfererlöse würde man einen Nettoverlust in 2019/2020e vermeiden

Nettoergebnis von -16,5 Mio. EUR für 2019/2020e und -0,6 Mio. EUR für 2020/2021e ausgewiesen.

Inklusive der Buchgewinne in Höhe von 30 Mio. EUR würde das Unternehmen weiterhin einen Konzern-Gewinn ausweisen. Für 2019/2020e gehen wir derzeit von einem Nettogewinn von 7,5 Mio. EUR und für 2020/2021e von einem Nettogewinn von 23,4 Mio. EUR aus.

Mit Transfers sollte BVB einen Nettogewinn von 7,5 Mio. EUR erreichen

Schätzungen: EBITDA links, Nettogewinn rechts



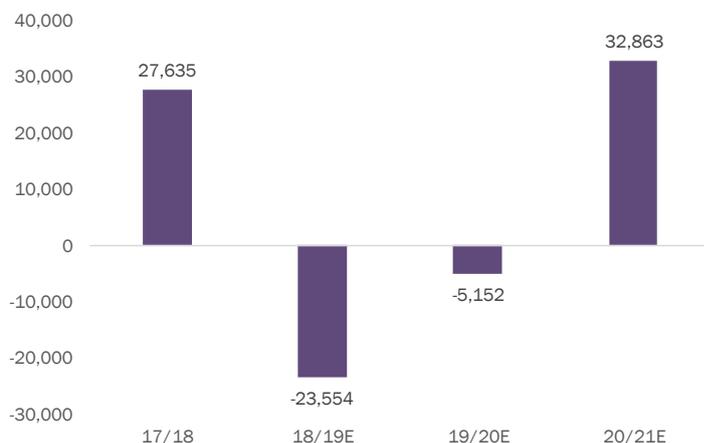
Quelle: FMR

Neben der Entwicklung auf GuV-Ebene sind auch die Cashflows wichtig. Da jedoch ein gewichtiger Anteil der Cashflows durch Transfers (Ankauf/Verkauf) beeinflusst wird, sollten die derzeitigen FCF-Schätzungen mit Bedacht begutachtet werden.

Während wir für das aktuelle Geschäftsjahr von einem negativen Free Cashflow von -24,7 Mio. EUR ausgehen, sehen wir für 2019/2020e und 2020/2021e einen FCF von -5,2 Mio. EUR bzw. von +32,9 Mio. EUR. Die Hauptgründe für den Anstieg beziehen sich auf unsere Annahme, dass man beim Kauf neuer Spieler nur noch maximal 70 Mio. EUR ab 2020/2021e ausgeben wird, während z.B. in 2018/2019e mehr als 110 Mio. EUR investiert worden sind. Auch für 2019/2020e gab der Verein bereits mehr als 96 Mio. EUR aus, bis Saison-Ende gehen wir von 110 Mio. EUR aus. Gleichfalls setzen wir voraus, dass man ebenso Spieler für 60 Mio. EUR pro Saison verkauft.

FCF stark abhängig sowohl von Spieler-Verkäufen als auch Zukäufen; wir nehmen konstanten Capex von 60-70 Mio. EUR für neue Spieler an

FCF-Entwicklung



Quelle: BVB, FMR

Anhang

GuV							
	in Mio. EUR	15/16	16/17	17/18	18/19e	19/20e	20/21e
Umsatzerlöse		376,3	405,7	536,0	482,6	459,7	492,1
Veränderung zum Vorjahr in %		36,3%	7,8%	32,1%	-10,0%	-4,7%	7,1%
Herstellungskosten des Umsatzes		-25,7	-25,9	-20,1	-24,1	-27,4	-29,7
in % vom Umsatz		-6,8%	-6,4%	-3,7%	-5,0%	-6,0%	-6,0%
Rohertrag		350,6	379,8	515,9	458,5	432,3	462,4
in % vom Umsatz		93,2%	93,6%	96,3%	95,0%	94,0%	94,0%
Personalkosten		-140,2	-177,9	-186,7	-208,0	-215,4	-229,0
in % vom Umsatz		-37,3%	-43,9%	-34,8%	-43,1%	-46,9%	-46,5%
Sonstige betriebliche Ertäge/Aufwendungen		-123,7	-127,7	-202,6	-152,6	-126,7	-130,8
in % vom Umsatz		-32,9%	-31,5%	-37,8%	-31,6%	-27,6%	-26,6%
EBITDA		86,7	74,1	126,6	97,9	90,2	102,7
in % vom Umsatz		23,0%	18,3%	23,6%	20,3%	19,6%	20,9%
Abschreibungen		-50,2	-63,4	-90,6	-71,1	-78,9	-71,6
in % vom Umsatz		-13,4%	-15,6%	-16,9%	-14,7%	-17,2%	-14,5%
EBIT		36,4	10,7	36,1	26,7	11,3	31,1
in % vom Umsatz		9,7%	2,6%	6,7%	5,5%	2,5%	6,3%
Finanzergebnis (netto)		-2,1	-1,6	-4,3	-1,5	-1,5	-1,5
EBT (Gewinn vor Steuern)		34,3	9,1	31,7	25,2	9,8	29,6
in % vom Umsatz		9,1%	2,2%	5,9%	5,2%	2,1%	6,0%
Steuern		-4,9	-0,9	-3,3	-5,3	-2,3	-6,2
in % vom EBT		-14,3%	-10,0%	-10,4%	-21,2%	-23,1%	-21,0%
Konzerngewinn/-verlust aus fortzuführenden Geschäftsbereichen		29,4	8,2	28,4	19,9	7,5	23,4
Ergebnis nach Steuern aus aufgegebenen Geschäftsbereichen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen		29,4	8,2	28,4	19,9	7,5	23,4
Minderheiten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Minderheiten		29,4	8,2	28,4	19,9	7,5	23,4
in % vom Umsatz		7,8%	2,0%	5,3%	4,1%	1,6%	4,7%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,32	0,09	0,31	0,22	0,08	0,25

Quelle: BVB, FMR

Bilanz						
	15/16	16/17	17/18	18/19e	19/20e	20/21e
Aktiva						
Anlagevermögen	302,8	354,9	341,9	375,8	417,0	415,6
in % der Bilanzsumme	71,3%	74,1%	71,5%	73,7%	76,4%	71,6%
Immaterielle VMW (inkl. Goodwill)	65,3	141,5	109,7	154,9	188,6	179,6
Sachanlagevermögen	188,4	184,7	180,7	189,4	196,9	204,4
Langfristige Anlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstiges AV	47,5	27,1	50,4	30,3	30,3	30,3
Umlaufvermögen	121,8	123,7	136,4	134,2	128,9	164,7
in % der Bilanzsumme	28,7%	25,9%	28,5%	26,3%	23,6%	28,4%
Vorräte	10,2	9,0	5,6	14,5	13,8	14,8
Forderungen aus L.u.L. und sonstiges	59,6	65,3	70,7	91,5	97,6	105,1
Ertragssteuerforderungen	0,3	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Liquide Mittel	51,7	49,3	59,5	27,6	16,9	44,3
Summe Aktiva	424,5	478,6	478,3	510,0	545,9	580,3
Passiva						
Eigenkapital	309,5	312,3	336,3	350,7	352,7	370,5
in % der Bilanzsumme	72,9%	65,3%	70,3%	68,8%	64,6%	63,8%
Gezeichnetes Kapital	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Kapitalrücklage	217,7	220,4	244,4	258,8	260,8	278,6
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	309,5	312,3	336,3	350,7	352,7	370,5
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	77,4	139,7	117,9	138,0	171,9	188,4
	18,2%	29,2%	24,6%	27,1%	31,5%	32,5%
Finanzschulden	2,6	10,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Umsatzabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	14,6	63,6	54,6	52,9	63,0	67,4
Ertragssteuerverbindlichkeiten	5,2	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0
Rückstellungen	20,5	21,9	24,7	28,8	31,7	36,4
Sonstige, kurzfristige Verbindlichkeiten	34,4	43,3	34,7	52,4	73,3	80,6
Langfristige Verbindlichkeiten	37,6	26,6	24,1	21,3	21,3	21,3
	8,8%	5,5%	5,0%	4,2%	3,9%	3,7%
Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzschulden	19,0	8,7	6,7	3,9	3,9	3,9
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonstige, langfristige Verbindlichkeiten	17,2	16,7	16,3	16,3	16,3	16,3
Summe Aktiva	424,5	478,6	478,3	510,0	545,9	580,3

Quelle: BVB, FMR

Cash-Flow Rechnung

	15/16	16/17	17/18	18/19e	19/20e	20/21e
EBT	34,3	9,1	31,8	25,2	9,8	29,6
Abschreibungen	50,2	63,4	90,6	71,1	78,9	71,6
Sonstiger OCF (inkl. nicht-zahlungswirksame)	-78,4	6,4	39,7	13,7	9,7	-6,2
Veränderung in Working Capital	29,1	31,5	-3,6	-8,6	16,5	8,0
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	35,2	110,4	158,4	101,5	114,9	103,0
CAPEX	-44,8	-104,7	-131,0	-125,1	-120,1	-70,1
Veränderung in Konsolidierung, Netto-Effekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	15,7	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-29,1	-104,6	-130,7	-125,1	-120,1	-70,1
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)	-5,1	-5,6	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Sonstige finanzielle Positionen	-2,5	-2,6	-10,3	-2,8	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-7,6	-8,2	-15,8	-8,3	-5,5	-5,5
Veränderung des Finanzmittelbestandes	-1,5	-2,4	11,8	-31,9	-10,7	27,3
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.	53,7	51,7	49,3	59,5	27,6	16,9
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	52,2	49,3	61,1	27,6	16,9	44,3

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: 24.05.2019,
- 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

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 zugrunde liegenden 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 abgezinste 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.