

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

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

BVB geht gestärkt in Saison 2019/2020

Vorläufige Zahlen 2018/2019 besser als erwartet: Alles in allem konnte das Unternehmen uns und den Konsens positiv beim Umsatz/EBITDA und FCF zu überraschen. Im GJ hatte der BVB einen Umsatz von 489,5 Mio. Euro erzielt, während wir mit 482,6 Mio. Euro rechneten und der Konsens bei 481 Mio. Euro. Exklusive Transfer-Einnahmen in Höhe von 120,2 Mio. Euro lagen die Umsätze bei 369,3 Mio. Euro was im Bereich der Erwartungen lag (FMRe: 370,7 Mio. Euro).

Segment-Umsätze im Detail: Bis auf Transfer-Einnahmen konnten alle Segmente ein Wachstum YoY verzeichnen. Spielbetrieb stieg um 2,3 Mio. Euro auf 44,7 Mio. Euro (FMRe: 44,8 Mio. Euro); Werbung stieg um 2,9 Mio. Euro auf 96,8 Mio. Euro (FMRe: 96,3 Mio. Euro); TV-Vermarktung erhöhte sich um 45,1 Mio. Euro auf 167,3 Mio. Euro (FMRe: 170,4 Mio. Euro), Merchandising quasi flat bei 30,0 Mio. Euro (FMRe: 29,9 Mio. Euro) und Conference, Catering bei 30,5 Mio. Euro (FMRe: 29,3 Mio. Euro).

EBITDA deutlich über Erwartungen: Das EBITDA in 2018/2019 erreichte 116,0 Mio. Euro, was knapp 18 Mio. Euro über unserer Schätzung von 97,9 Mio. Euro lag (Konsens: 99,5 Mio. Euro). Gründe hierfür: 1) Transfer-Einnahmen in Q4 waren um 8,3 Mio. Euro höher als erwartet und 2) die SBA waren um 8 Mio. Euro niedriger als erwartet. Somit sind beide Punkte mit Bezug zu Transfer-Erlösen; das operative Geschäft ex Transfer operierte damit im Bereich der Erwartungen.

FCF war auch höher als prognostiziert: Während das Nettoergebnis mit 17,4 Mio. Euro unter unserer Schätzung von 19,9 Mio. Euro liegt, was an höher als geschätzten Abschreibungen liegt, konnte der FCF mit +5 Mio. EUR positiv überraschen. Wir haben mit einem Minus von 23,1 Mio. Euro gerechnet, Konsens war sogar bei -44,6 Mio. Euro.

KAUFEN bestätigt; Kursziel weiter bei 10,50 Euro: Da der aktuelle Aktienmarkt erhöhte Vola vorweist, belassen wir unser Kursziel bei 10,50 Euro, was immer noch einem Aufwärtspotential von 17% entspricht. Unser faire Wert der Substanzwert-Analyse jedoch ist um 8,3% auf 12,88 Euro gestiegen (vorher: 11,90 Euro).

GY Ende: 30.06.; in Mio. EUR	CAGR (18-22e)	16/17	17/18	18/19v	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatz	1,2%	405,7	536,0	489,5	470,5	483,7	507,7
EBITDA	-1,9%	74,1	137,3	116,0	104,8	101,7	109,6
Marge		18,3%	25,6%	23,7%	22,3%	21,0%	21,6%
EBIT	26,8%	10,7	39,0	23,5	19,6	23,9	48,0
Marge		2,6%	7,3%	4,8%	4,2%	4,9%	9,4%
Nettoergebnis	28,5%	8,2	31,7	17,4	14,2	17,6	36,9
EPS	28,5%	0,09	0,34	0,19	0,15	0,19	0,40
Dividende je Aktie		0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
EV		776,3	778,7	768,5	772,1	799,1	779,1
EV/Umsatz		1,9	1,5	1,6	1,6	1,7	1,5
EV/EBITDA		10,5	5,7	6,6	7,4	7,9	7,1
P/E		101,2	26,1	47,6	58,3	47,1	22,5
Net debt/EBITDA		-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4

Quelle: BVB, FMR

Veröffentlicht: 16.08.2019

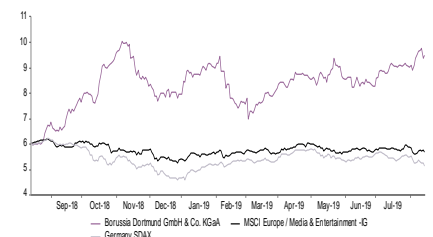
KAUFEN

Vorher: KAUFEN

Kursziel EUR 10,50 (10,50)
Aktienkurs* EUR 9,00 (+17%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Veränderung	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatz	+2,3%	-1,7%	-
EBIT	+73,7%	-3,3%	-
EPS	+93,0%	-3,5%	-



Quelle: Factset

Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	92,0
Free Float (in %)	60%
Market Cap (in Mio. EUR)	828
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

Geschäftsbericht 2018/2019	27.09.2019
Q1 2019/2020	14.11.2019

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:



Ausblick 2019/2020e

Wir haben unsere Schätzungen für das Jahr 2019/2020e angepasst, nachdem wir die vorläufigen Zahlen 2018/2019 in unser Modell eingearbeitet haben. Wie bereits beschrieben, hat der BVB unsere Schätzungen nicht nur beim Umsatz, sondern auch auf EBITDA Level übertroffen.

Nach Berücksichtigung der Umsätze in den einzelnen Segmenten und den aktuellen Infos zu Transfers haben wir unsere Umsatz-Schätzungen wie folgt geändert:

1. Im Bereich Spielbetrieb erwarten wir weiterhin einen Umsatz von 46,1 Mio. Euro, was einem YoY Zuwachs von 3% entspricht.
2. Unsere Schätzungen für das Werbung-Segment erhöht sich leicht um 2 Mio. Euro auf 103,0 Mio. Euro (+7% YoY) => enthält u.a. bereits die Amazon Prime Dokumentation und die neuen gemeldeten Champions Partner
3. TV-Marketing: hier gehen unsere Schätzungen leicht auf 178,9 Mio. Euro (+7% YoY) runter, da unsere Schätzungen in 2018/2019e bereits um 3 Mio. Euro zu hoch waren.
4. Merchandising/Catering/Konferenz: Wir erwarten unverändert einen Gesamtumsatz in diesen Bereichen von 62,9 Mio. Euro, was einem Zuwachs von 4% entspricht
5. Transfer-Einnahmen: Wir inkludieren aktuell Transfer-Einnahmen in Höhe von 79,5 Mio. Euro; mögliche Addon-Verkäufe nach Leihe-Ende von Schürrle, Toprak sind noch nicht enthalten

Somit erwarten wir ex Transfer einen Gesamt-Umsatz in Höhe von 391,0 Mio. Euro (+5,5% YoY) und inklusive Transfer 470,5 Mio. Euro (-2,5% YoY). Da man in den letzten Wochen einige Spieler verkaufen konnte, senken wir unsere Kostenannahme für Gehalt auf 209,2 Mio. Euro (vorher 217 Mio. Euro).

Unsere EBITDA Schätzung erhöht sich dadurch auf 104,8 Mio. Euro für das Jahr 2019/2020e (FMRe vorher: 90,2 Mio. Euro). EBIT sollte nach Abzug von 85,2 Mio. Euro Abschreibungen bei 19,6 Mio. Euro landen.

Das Nettoergebnis erreicht laut unserer Kalkulation einen Wert von 14,2 Mio. Euro, oder 0,15 Euro je Aktie.

Mögliche zukünftige Trigger-Punkte für die Aktie

Da es derzeit im Marktumfeld der Fußball-Vereine in Europa einige Themen gibt, die für den BVB wichtige Wachstumstreiber liefern kann, zählen wir die aktuellen Punkte hier auf. Wir weisen jedoch darauf hin, dass es für die meisten Trigger Points noch keine ausreichende Visibilität gibt, um es in hard facts umzuwandeln. Wir beobachten diese Themen weiter und updaten unser Modell, sobald wir diese in das Modell einarbeiten können:

- Super League/Europäischer Champions League Fußball post 2024: Diese mögliche Einführung einer neuer „Liga“ könnte Vereinen wie u.a. auch dem BVB ein Riesen-Wachstum ermöglichen, da man derzeit davon spricht, dass jeder Verein mehr als 100 Mio. Euro (Best Case: bis zu 300 Mio. Euro/Jahr)

**Schätzungen 2019/2020e
angepasst**

**Umsatz ex Transfer sollte um
5,5% YoY steigen**

**Zukünftige Trigger-Punkte für
die Equity Story von Fußball-
Aktien**

Super-League

als Addon aus der TV-Vermarktung erhält. Ein Einführen dieses Formats würde den fairen Wert bei Teilnahme des BVBs deutlich anheben

- **Neue Bundesliga-TV Rechte ab 2021/2022:** Wahrscheinlich Anfang 2020 werden die neuen Bundesliga TV-Rechte ab der Saison 2021/2022 ausgeschrieben. Obwohl man noch nicht genau sagen kann, wie sich das neue Volumen entwickelt, gehen wir derzeit von einem Anstieg von mindestens 20% aus, was für den BVB nochmal einen Anstieg von ca. 20 Mio. Euro/Jahr bedeuten würde. Je höher der Anstieg im Gesamtpaket (bisher 1,5 Mrd. Euro), desto höher der Beitrag für den BVB.
- **Verlängerung des Puma-Vertrages:** Wie wir bereits in unserer Initialstudie geschrieben haben, gehen wir davon aus, dass ab der Saison 2020/2021e der BVB rund 10 Mio. Euro/Jahr mehr erhalten wird von Puma.
- **Wegfall Lagardere Alt-Vertrag:** Ab der Saison 2020/2021 endet der Altvertrag mit Lagardere und der BVB wird sich dadurch ca. 18 Mio. Euro/Jahr an Kosten an Lagardere einsparen können. Wir gingen in unserer Initialstudie von 15 Mio. Euro aus, somit erhöhte sich unser fairer Wert um knapp 0,10 Euro/Aktie durch diese positive Überraschung.

Neue Bundesliga TV-Rechte

Verlängerung Puma-Vertrag

Altvertrag mit Lagardere

Bewertung

	Present Value (PV)	PV/Aktie
Kaderwert	642	6,98
Discount (um verkaufsfähigen Marktwert zu erreichen)	-30%	
Marktwert Mannschaft	449	4,88
Stadion	235	2,55
Marke BVB	213	2,31
Ende des Sport Five Vertrags (gesparte, abgezinste CFs)	249	2,70
Gesamt-Barwert	1.146	12,46
Nicht betriebsnotwendiges Cash (Ende GJ 18/19e)	39,1	0,43
Fairer Wert	1.185	12,88

Quelle: BVB, FMR

Nach Einarbeitung der 2018/2019er Zahlen und dem Anpassen unsere Schätzungen für 2019/2020e bis 2021/2022e hat sich unser fairer Wert der Substanzwert-Analyse von 11,90 Euro/Aktie auf 12,88 Euro/Aktie erhöht (+8,3%).

Faire Wert je Aktie ist um 8,3% auf 12,88 Euro/Aktie gestiegen

Anhang

GuV							
	in Mio. EUR	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
Umsatzerlöse		405,7	536,0	489,5	470,5	483,7	507,7
Veränderung zum Vorjahr in %		7,8%	32,1%	-8,7%	-3,9%	2,8%	5,0%
Herstellungskosten des Umsatzes		-25,9	-20,1	-21,3	-26,2	-27,4	-26,9
in % vom Umsatz		-6,4%	-3,7%	-4,3%	-5,6%	-5,7%	-5,3%
Rohertag		379,8	515,9	468,3	444,3	456,3	480,9
in % vom Umsatz		93,6%	96,3%	95,7%	94,4%	94,3%	94,7%
Personalkosten		-177,9	-186,7	-205,1	-209,2	-220,3	-228,3
in % vom Umsatz		-43,9%	-34,8%	-41,9%	-44,5%	-45,5%	-45,0%
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen		-127,7	-191,9	-147,2	-130,3	-134,2	-142,9
in % vom Umsatz		-31,5%	-35,8%	-30,1%	-27,7%	-27,8%	-28,1%
EBITDA		74,1	137,3	116,0	104,8	101,7	109,6
in % vom Umsatz		18,3%	25,6%	23,7%	22,3%	21,0%	21,6%
Abschreibungen		-63,4	-98,3	-92,5	-85,2	-77,9	-61,7
in % vom Umsatz		-15,6%	-18,3%	-18,9%	-18,1%	-16,1%	-12,1%
EBIT		10,7	39,0	23,5	19,6	23,9	48,0
in % vom Umsatz		2,6%	7,3%	4,8%	4,2%	4,9%	9,4%
Finanzergebnis (netto)		-1,6	-4,3	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5
EBT (Gewinn vor Steuern)		9,1	34,6	21,8	18,1	22,4	46,5
in % vom Umsatz		2,2%	6,5%	4,5%	3,9%	4,6%	9,1%
Steuern		-0,9	-2,9	-4,4	-3,9	-4,8	-9,6
in % vom EBT		-10,0%	-8,5%	-20,3%	-21,7%	-21,3%	-20,6%
Konzerngewinn/-verlust aus fortzuführenden Geschäftsbereichen		8,2	31,7	17,4	14,2	17,6	36,9
Ergebnis nach Steuern aus aufgegebenen Geschäftsbereichen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen		8,2	31,7	17,4	14,2	17,6	36,9
Minderheiten		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis nach Minderheiten		8,2	31,7	17,4	14,2	17,6	36,9
in % vom Umsatz		2,0%	5,9%	3,6%	3,0%	3,6%	7,3%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)		92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert		0,09	0,34	0,19	0,15	0,19	0,40

Quelle: BVB, FMR

Bilanz

	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
Aktiva						
Anlagevermögen	354,9	351,4	371,7	420,1	412,3	420,8
in % der Bilanzsumme	74,1%	72,4%	74,3%	79,0%	73,5%	68,8%
Immaterielle VMW (inkl. Goodwill)	141,5	120,3	163,7	206,9	190,4	190,0
Sachanlagevermögen	184,7	180,7	184,0	192,8	201,5	210,3
Langfristige Anlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges AV	27,1	50,0	23,6	20,1	20,1	20,1
Umlaufvermögen	123,7	134,2	128,4	112,0	148,6	191,0
in % der Bilanzsumme	25,9%	27,6%	25,7%	21,0%	26,5%	31,2%
Vorräte	9,0	5,6	4,6	14,1	14,5	15,2
Forderungen aus L.u.L. und sonstiges	65,3	68,5	66,1	68,3	84,5	89,2
Ertragssteuerforderungen	0,2	0,6	1,8	0,6	0,6	0,6
Liquide Mittel	49,3	59,5	55,9	28,9	48,9	85,8
Summe Aktiva	478,6	485,6	500,1	532,1	560,9	611,7
Passiva						
Eigenkapital	312,3	343,6	354,9	363,5	381,1	418,0
in % der Bilanzsumme	65,3%	70,8%	71,0%	68,3%	67,9%	68,3%
Gezeichnetes Kapital	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Kapitalrücklage	220,4	251,7	263,0	271,6	289,2	326,1
Bilanzverlust & sonstiges Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Aktien	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ausschüttungsfähige Rücklagen	312,3	343,6	354,9	363,5	381,1	418,0
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	139,7	117,9	126,4	147,2	158,5	172,4
	29,2%	24,3%	25,3%	27,7%	28,3%	28,2%
Finanzschulden	10,3	2,0	3,1	2,0	2,0	2,0
Umsatzabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	63,6	54,6	60,7	64,5	66,3	69,6
Ertragssteuerverbindlichkeiten	0,7	2,0	3,5	2,0	2,0	2,0
Rückstellungen	21,9	24,7	25,5	31,7	36,4	41,9
Sonstige, kurzfristige Verbindlichkeiten	43,3	34,7	33,7	47,1	51,8	57,0
Langfristige Verbindlichkeiten	26,6	24,1	18,8	21,3	21,3	21,3
	5,5%	5,0%	3,8%	4,0%	3,8%	3,5%
Pensionsverpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzschulden	8,7	6,7	8,4	3,9	3,9	3,9
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,2	1,1	1,7	1,1	1,1	1,1
Sonstige, langfristige Verbindlichkeiten	16,7	16,3	8,7	16,3	16,3	16,3
Summe Aktiva	478,6	485,6	500,1	532,1	560,9	611,7

Quelle: BVB, FMR

Cash-Flow Rechnung

	16/17	17/18	18/19	19/20e	20/21e	21/22e
EBT	9,1	34,7	21,8	18,1	22,4	46,5
Abschreibungen	63,4	90,6	92,5	85,2	77,9	61,7
Sonstiger OCF (inkl. nicht-zahlungswirksame)	6,4	48,8	30,2	8,0	0,7	-4,1
Veränderung in Working Capital	31,5	-3,6	0,0	13,0	-5,4	8,5
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	110,4	170,4	144,5	124,3	95,6	112,6
CAPEX	-104,7	-142,8	-139,3	-137,1	-70,1	-70,1
Veränderung in Konsolidierung, Netto-Effekt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	0,1	0,0	0,0	-3,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-104,6	-142,7	-139,3	-140,1	-70,1	-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)	-5,6	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Sonstige finanzielle Positionen	-2,6	-11,9	-3,3	-5,6	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-8,2	-17,5	-8,8	-11,1	-5,5	-5,5
Veränderung des Finanzmittelbestandes	-2,4	10,2	-3,6	-26,9	20,0	36,9
Wechselkurseffekte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderung in Cash	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am 01.01.	51,7	49,3	59,5	55,9	28,9	48,9
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	49,3	59,5	55,9	28,9	48,9	85,8

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: 16.08.2019,
- 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

Bewertungs-Historie der letzten 12 Monate:

Datum	Empfehlung	Kurs bei Veröffentlichung	Kursziel
24.05.2019	KAUFEN	9,10	10,50
16.08.2019	KAUFEN	9,00	10,50

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 abgezinnten 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.