

Unternehmens Update

Mid Caps/Small Caps

Sell

Kurs am 15.03.05	EUR 2,47
Hoch/Tief (12M)	2,99/1,87
Kursziel	EUR 1,60

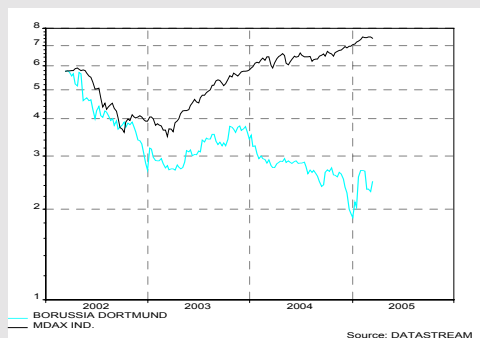
AKTIENDATEN

Reuters	BORG.DE
Bloomberg	BVB GR
WPK	549309
Börsenumsatz (St. Tsd.)	193,4
Free Float (%)	48,9

UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	48,2
Anzahl der Aktien (Mio.)	29,3
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	19,5
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	-
Aktionärsstruktur	FM Funds Management 26,0%, BVB e.V. 19,99%, B. Geske 5,1%
Hauptversammlung	Nov-05
Q4	Okt-05
Bilanzpressekonferenz	Okt-05

KURS CHART



RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	-7,5	6,2	-6,7
Euro STOXX 50	-7,7	4,8	-6,9
ES Media	-4,9	6,2	-4,5

Peter-Thilo Hasler
peter-thilo.hasler@hvb.de
+49 (0) 89 378-18202

Borussia Dortmund

DIE GEFUNDENE LÖSUNG IST EIN PYRRHUSSIEG

- Wir bestätigen unser Anlageurteil von Sell für die Aktien der Borussia Dortmund KGaA. Unser neues Kursziel, das wir aus dem von uns geschätzten Wert des Spielerkaders abgeleitet haben, beläuft sich auf EUR 1,60 je Aktie.
- Der BVB steckt in einer existenzbedrohenden Situation. Die veröffentlichten Zahlen für das erste Halbjahr 2004/05 zeigen keine operative Verbesserung, im Gegenteil: Bei einer Gesamtleistung in Höhe von EUR 37,8 Mio. erwirtschaftete der BVB einen Nachsteuerverlust in Höhe von EUR -55,4 Mio.
- Der Teilrückkauf des Westfalenstadions steht im Einklang mit der bisherigen Geschäftspolitik, Zahlungen aus der Gegenwart in die Zukunft zu verlagern. Echte Sanierungsschritte, die die operative Lage des Unternehmens nachhaltig verbessern, vermögen wir selbst zwei Jahre nach Beginn der Krise nicht zu erkennen.

	2002/03	2003/04	2004/05e	2005/06e
Umsatz (EUR Mio.)	128,9	98,1	89,1	81,7
% Veränd.	14,2	-23,9	-9,1	-8,3
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	3,2	-67,7	-64,2	-38,1
% Veränd.	149,0	n/a	-5,2	-40,6
EPS reported (EUR)	0,11	-2,32	-2,20	-1,30
% Veränd.	115,9	n/a	-5,2	-40,6
EPS adjusted (EUR)	0,11	-2,32	-2,20	-1,30
% Veränd.	115,9	n/a	-5,2	-40,6
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,11	-2,32	-2,20	-1,30
% Veränd.	115,9	n/a	-5,2	-40,6
CFPS (EUR)	1,07	-1,33	-1,65	-0,86
% Veränd.	1,6	n/a	23,6	-47,8
Dividende (EUR)	0	0	0	0
EBITA-Marge (%)	5,3	-68,0	-40,1	-38,0
CAGR (Umsatz; 03-06e)				-14,1%
CAGR (EBITADA; 03-06e)				-265,4%
EV/Umsatz	0,05	0,06	1,03	1,60
EV/EBITDA	0,2	-0,2	-4,7	-7,2
EV/EBITA	1,0	-0,1	-2,6	-4,2
EV/EBIT	1,0	-0,1	-2,6	-4,2
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	29,8	-1,2	-1,1	-1,9
PEG-Ratio				0,0
KCF	3,0	-2,1	-1,5	-2,9
Div. Rendite (%)	0	0	0	0

Inhalt

- 3 Unser Kursziel liegt bei EUR 1,60
- 6 Worin besteht eigentlich der Sanierungserfolg?
- 10 Segmentergebnisse
- 11 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

Unser Kursziel liegt bei EUR 1,60

Da die Anwendung üblicher, ertragsorientierter Kennzahlen mangels Ertragszielung für die Kurszielfindung der BVB-Aktie nicht sinnvoll ist, behelfen wir uns mit einer Substanzwertmethode. Wir bewerten den aktuellen Spielerkader dabei mit Hilfe eines Scoring Modells, indem wir Verletzungen, die Restvertragslaufzeit, das Alter der Spieler, ihre Einsatzhäufigkeit und ihre aktuelle Form mit einfließen lassen. Um den Substanzwert zu ermitteln wird von dem fiktiv ermittelten Wert des Spielerkaders die Nettoverschuldung des Unternehmens abgezogen. Hierbei haben wir uns für eine für das Unternehmen günstige Variante entschieden und das Festgeldkonto, das dem Unternehmen im Grunde nicht mehr zur Verfügung steht, zum Unternehmenswert hinzugerechnet; die alternative Vorgehensweise hätte ein negatives Kursziel der Aktie ergeben.

Unser den jüngsten operativen wie sportlichen Entwicklungen angepasstes Kursziel liegt bei EUR 1,60 (vorher EUR 2,40). Wir bestätigen unser Anlageurteil von Sell für die Aktien der Borussia Dortmund KGaA.

Wir berechnen einen Marktwert des Spielerkaders von EUR 80 Mio.

Der Substanzwert des Spielerkaders muss erneut nach unten korrigiert werden.

Aufgrund der anhaltenden Formschwäche wichtiger Spieler, der sich auch im aktuellen Tabellenplatz (12) niederschlägt haben wir den Transferwert des Spielerkaders auf EUR 80,0 Mio. (nach EUR 82,1 Mio.) leicht nach unten angepasst. An andere Vereine verliehene Spieler wurden bei der Berechnung des Transferwertes berücksichtigt, selbst geliehene Spieler (wie Ebi Smolarek) dagegen nicht.

Bei der Ermittlung des Substanzwertes wird theoretisch unterstellt, dass der Verein sämtliche Spieler zu ihrem aktuellen Marktwert verkaufen kann, die Transfererlöse abzüglich Nettoverschuldung an die Aktionäre ausgeschüttet werden und der Verein aufgelöst wird; einen Wert des Markenamens haben wir dementsprechend nicht in die Bewertung einfließen lassen.

Anhaltende Ebbe am Transfermarkt

Für einen Verkauf der Spieler ist auch eine entsprechende Nachfrage erforderlich, die weiterhin sehr gering ausgeprägt ist. In der Saison 2004/2005 haben alle Bundesliga-Clubs zusammen netto nur knapp über EUR 20 Mio. in neue Spieler investiert und auch in der folgenden Saison ist von ähnlich niedrigen Transfersummen auszugehen. Insgesamt liegen die Etat-Ansätze aller Bundesliga-Vereine für die laufende Saison erstmals über der EUR 600 Mio.-Marke, was gegenüber dem Vorjahr einer Zunahme von knapp 4% entspricht. Bei der Bewertung des Spielerkaders haben wir die angespannte Marktsituation zwar berücksichtigt, die theoretischen Bewertungserlöse erscheinen vor diesem Hintergrund zumindest ambitioniert.

TRANSFERWERT DES SPIELERKADERS BVB (EUR MIO.)

Spieler	Position	Land	Vertrags- ende	Abschlag aus			Einsatzquote	Transferwert
				Verletzung	Laufzeit	Alter		
Rosicky Tomas	Mittelfeld	CZE	2008				76%	12,0
Ewerthon	Sturm	BRZ	2006				76%	11,0
Koller Jan	Sturm	CZE	2006			-10%	92%	8,1
Dede	Abwehr	BRZ	2007				100%	8,0
Kehl Sebastian	Mittelfeld	GER	2006				92%	7,0
Metzelder Christoph	Abwehr	GER	2007	-20%			28%	5,8
Wörns Christian	Abwehr	GER	2006			-10%	88%	5,4
Evanilson	Abwehr	BRZ	2005		-50%		36%	3,6
Ricken Lars	Mittelfeld	GER	2006				44%	3,6
Weidenfeller Roman	Torwart	GER	2006				68%	2,4
Odonkor David	Sturm	GER	2006				24%	1,6
Gambino Salvatore	Sturm	GER	2006				24%	1,6
Jensen Niclas	Abwehr	DEN	2006				60%	1,4
Kringe Florian	Mittelfeld	GER	2006				88%	1,3
Brzenska Markus	Abwehr	GER	2008				56%	1,0
Bergdølmo Andre	Abwehr	NOR	2005		-50%	-10%	44%	0,8
Warmuz Guillaume	Torwart	FRA	2005		-50%	-10%	32%	0,8
Addo Otto	Mittelfeld	GER	2005	-20%	-50%		4%	0,8
Madouni Ahmed	Abwehr	FRA	2005	-20%	-50%		32%	0,7
Demel Guy	Mittelfeld	FRA	2005		-50%		52%	0,5
Kruska Marc-Andre	Mittelfeld	GER	2009				44%	0,5
Senesie Sahr	Sturm	GER	2007				0%	0,4
Metzelder Malte	Abwehr	GER	2005		-50%		0%	0,2
Juan Fernández	Abwehr	ARG	2007				0%	0,2
Oliseh	Mittelfeld	GER	2005		-50%		68%	0,2
Thiago de Souza	Sturm	BRZ	2005		-50%		0%	0,2
Akgün Mehmet	Sturm	GER	2005		-50%		4%	0,2
Rammel Sascha	Abwehr	GER	2007				0%	0,2
Steegmann Marcus	Angriff	GER	n/a				12%	0,2
Achenbach Timo	Mittelfeld	GER	n/a					0,2
Kohlmann Patrick	Abwehr	GER	n/a				4%	0,1
Smolarek Euzebiusz	Angriff	POL	2005		-50%		32%	0,0
Summe								80,0

Quelle: HVB Global Markets Research

Wir ermitteln ein Kursziel nach der Substanzwertmethode von EUR 1,60 je Aktie.

Zieht man von dem oben errechneten Substanzwert für den Spielerkader von EUR 80,0 Mio. die Nettverbindlichkeiten in Höhe von EUR 33,7 Mio. ab, erhält man mit EUR 46,2 Mio. einen Wert der deutlich unter der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Wenn man in der Berechnung berücksichtigen würde, dass die liquiden Mittel durch den Erwerb der Stadionanteile von Molsiris entsprechend zurückgehen, wäre der Equity Value bei Null. Der Equity Value in Höhe von EUR 45,2 Mio. dividiert durch die Anzahl der Aktien von 29,25 Mio. ergibt ein Kursziel von EUR 1,60 je Aktie. Daraus resultiert ein deutliches mittelfristiges Kursrisiko für die BVB-Aktie von 41%.

KURSZIELBERECHNUNG

Spielerwert	EUR Mio.	80,0
Finanzschulden	EUR Mio.	-90,3
Flüssige Mittel	EUR Mio.	56,6
Equity Value	EUR Mio.	46,2
Anzahl Aktien	Mio.	29,3
Kursziel	EUR	1,60
Aktueller Kurs	EUR	2,71
Aktuelle Marktkapitalisierung	EUR Mio.	79,27
Kursrisiko		-41,0%

Quellen: Borussia Dortmund KGaA, HVB Global Markets Research

Worin besteht eigentlich der Sanierungserfolg?

Bislang sind Sanierungserfolge im engeren Sinne für den Außenstehenden nicht erkennbar. Die Halbjahresbilanz weist in wesentlichen Punkten eine nochmalige Verschlechterung der Ertrags- und Finanzlage auf, ein umfassendes Kostensenkungsprogramm ist, obwohl angekündigt, bislang noch nicht implementiert worden. Der nun vereinbarte Teilrückkauf des Stadions führt zu einer kurzfristigen Entlastung des Liquiditätsengpasses, zieht jedoch langfristig eine deutliche Belastung nach sich, was durchaus in Einklang mit der bisherigen Geschäftspolitik steht, Zahlungsströme in die Zukunft zu verlagern.

Weiter rückläufiges
Halbjahresergebnis

Der Halbjahresbericht weist in wesentlichen Punkten eine nochmalige Verschlechterung der Ertrags- und Finanzlage auf. Zum Halbjahr der Saison 2004/05 belief sich der operative Verlust des Vereins auf EUR 29,0 Mio. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum, als ein operativer Fehlbetrag von EUR 28,8 Mio. hingenommen werden musste, hat sich damit die wirtschaftliche Situation des ersten deutschen börsennotierten Fußballunternehmens nochmals leicht verschlechtert. Ein bislang unbekanntes, so genanntes Markenwertrisiko in Höhe von EUR 24,0 Mio. trägt zu dem Halbjahresfehlbetrag von EUR -55,4 Mio. bei, wodurch sich der Fehlbetrag nach Steuern gegenüber dem Vorjahr (EUR -29,3 Mio.) nochmals deutlich vergrößert.

„Existenzbedrohende
Finanzsituation“
Ad hoc Mitteilung,
17.02.05

Mit dieser Entwicklung waren zum Halbjahr 71,4% des eingezahlten Kapitals der Aktionäre in Höhe von EUR 179,5 Mio., bestehend aus einem Grundkapital von EUR 29,3 Mio. und einer Kapitalrücklage von EUR 150,2 Mio., **aufgezehrt**. Die Bruttoliquidität beläuft sich zum Halbjahr auf EUR 55,6 Mio., die allerdings in Höhe von etwa EUR 52,0 Mio. auf einem Festgeldkonto gebunden sind; dieses steht dem Verein nicht zur Verfügung, sondern sollte nach den ursprünglichen Plänen zum Rückkauf des Westfalenstadions im Jahr 2017 verwendet werden. Die Nettoliquidität beläuft sich auf EUR -33,7 Mio. Bislang können wir keine Anhaltspunkte ausmachen, wie sich der Zahlungsmittelabfluss im laufenden Geschäftsjahr in einen -zufluss umdrehen könnte. In anderen Worten: Die Ertragslage des Vereins sowie seine Liquiditätssituation wird inzwischen auch von seinen Vertretern als existenzbedrohend eingestuft.

ÜBERBLICK ÜBER DIE ERTRAGS- UND FINANZLAGE

		H1/03/04	2003/04	H1/04/05
Umsatz	EUR Mio.	50,3	98,1	37,8
EBITDA	EUR Mio.	-13,4	-37,9	-18,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	%	-26,6%	-38,7%	-48,7%
EBIT	EUR Mio.	-28,8	-66,7	-29,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	%	-57,2%	-68,0%	-76,9%
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit (EBT)	EUR Mio.	-29,3	-67,7	-31,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	%	-58,1%	-69,1%	-83,1%
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0	0	-24,0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	-29,3	-67,7	-55,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	%	-58,1%	-69,1%	-146,6%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-29,3	-67,7	-55,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	%	-58,3%	-69,1%	-146,7%
Mitarbeiter		398,0	395,0	382,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	72,2	71,9	56,6
Eigenkapital	EUR Mio.	119,5	80,7	51,4
Nettoverschuldung	EUR Mio.	40,7	46,9	33,7

Quelle: Borussia Dortmund KGaA

Zweistufiges Sanierungskonzept

Das zwischenzeitlich vorgestellte Sanierungskonzept des Unternehmens basiert im Wesentlichen auf einem Zins- und Tilgungsmoratorium sowie auf einer Teilrückabwicklung des Verkaufs der Anteile am Westfalenstadion. Im ersten Eckpunkt der Sanierung, das Zins- und Tilgungsmoratorium, verzichten die Gläubiger bis zum Jahr 2006/07 auf geleistete Zins- und Tilgungszahlungen, auf Zinszahlungen bei nicht grundpfandrechtlich gesicherten Finanzverbindlichkeiten, auf die Verwertung ihrer Sicherheitsrechte und auf Mietzahlungen. Fondszeichner verzichten auf Ausschüttungen, die Stadt Dortmund auf fällige Gewerbesteuern. Die dadurch erreichte Entlastung wird von dem eingeschalteten Unternehmenssanierer Rölfs auf insgesamt EUR 69,8 Mio. beziffert. Erstaunlich ist, dass dieser Betrag in einem Zeitraum von lediglich 18 Monaten fällig geworden wäre!

„Ein Schicksalstag für den Verein“ Reinhard Rauball

Der zweite Teil des Sanierungspaketes, die Teilrückabwicklung des Verkaufs der Anteile am Westfalenstadion, wurde Anfang der Woche von der Anlegerversammlung des Immobilienfonds Molsiris mit 94,4% Zustimmung abgesegnet. Dabei erwirbt die BVB-Tochter goool.de 42,8% der Anteile am Westfalenstadion gegen Übertragung von EUR 42,8 Mio. des verpfändeten Bardepots von dem Fonds zurück. Die verbleibenden EUR 9 Mio. des dann frei werdenden Depots stehen dem Verein zur Abwendung der offenbar unmittelbaren Zahlungsunfähigkeit zur Verfügung. Durch die Sonderausschüttung reduziert sich die Beteiligung der Molsiris KG am Westfalenstadion von 94,0% auf 51,1% und sinken die anfallenden Mietzahlungen des BVB an den Fonds. Für zwei Jahre werden sie gestundet, werden jedoch nach Ablauf der beiden Jahre einschließlich einer Verzinsung von 4% nachgeholt und anteilig zur geplanten Ausschüttung ausbezahlt. Die Fondsgesellschaft soll wie ursprünglich geplant, bis zum Jahr 2017 fortgeführt werden. Danach verfügen die Fondszeichner über eine Put-Option ihrer Anteile an den BVB. Der Kaufpreis bei Andienung beläuft sich auf EUR 44 Mio.

Die jetzt mit Molsiris gefundene Lösung wird sich als Pyrrhus-Sieg erweisen. In der ad Hoc-Mitteilung vom 30.12.2002 war der Eindruck erweckt worden, es läge im Ermessen des BVB, ob er das Stadion im Jahre 2017 zurückerwirbt oder nicht. Tatsächlich lag es im alleinigen Ermessen der Fondszeichner, ein dann vom BVB abzugebendes Angebot anzunehmen oder das nicht zu tun und den Vertrag bis ins Jahr 2025 zu verlängern. Angaben über die dann geltenden Konditionen wurden zu keinem Zeitpunkt abgegeben, wohl aber der Rückkaufspreis des Stadions, und zwar mit EUR 75,5 Mio. Dieser Betrag sollte entrichtet werden aus einem verpfändeten Depot, welches zum 1.1.2003 aus den Erlöse des Stadionverkaufs eingerichtet worden war. Dabei war vorgesehen, dass die ursprüngliche Einlage von EUR 48,6 Mio. in jedem Fall ausreichen sollte, sich bis 2017 auf den steuerlichen Restbuchwert von EUR 75,5 Mio. aufzuzinsen. Ein Liquiditätsabfluss seitens des BVB wäre zum Stadionrückkauf nicht erforderlich gewesen.

Der Rückkauf stellt für den BVB eine teure Variante dar

Der jetzt gefundenen Lösung liegt ein Diskontierungssatz von 17% zugrunde. Während das ursprüngliche Konzept ohne zusätzliche Liquiditätsbelastung möglich gewesen wäre, ist eben dieser Liquiditätsabfluss nach dem jetzt vorgestellten Sanierungskonzept zwingend erforderlich, und zwar zum einen in Höhe von EUR 1,5 Mio. p. a., zahlbar ab dem Geschäftsjahr 2009/10 über einen Zeitraum von sechs Jahren, und zum anderen in Höhe von EUR 44 Mio., zahlbar in 2017, wenn nämlich, was naheliegend ist, der Fonds von seinem Andienungsrecht Gebrauch macht. Im Vergleich zur ursprünglichen Vertragslage ist demnach ein Zahlungsmittelabfluss von insgesamt EUR 53 Mio. erforderlich, verteilt über die Geschäftsjahre 2009/10-2016/17. Mit anderen Worten: Für einen Finanzmittelzufluss von EUR 9 Mio. per heute bezahlt der BVB Zinsen in Höhe von EUR 53 Mio. in der Zukunft. Grob gerechnet entspricht diese Transaktion einem Zinssatz von 17%, was wohl kaum als günstig bezeichnet werden kann. Insofern steht die jetzt gefundene Lösung durchaus im Einklang mit der Tradition des Unternehmens, Zahlungen aus der Gegenwart in die Zukunft zu verlagern.

Verzicht und Stillhalten der Gläubiger lautet die Devise

Grundsätzlich erscheint uns daher der Begriff Sanierung für das vorgestellte Maßnahmenpaket als irreführend. Sanierung bedeutet dem Wortsinn nach „Heilung“, „Erneuerung“ oder „Wiederherstellung der Funktionstüchtigkeit“. Auf ein Unternehmen bezogen würden wir unter dem Begriff der Sanierung eine grundlegende Senkung der Betriebskosten, einen Abbau von Randkompetenzen und eine Wiederherstellung der Profitabilität aus eigener Kraft subsumieren. Das „Sanierungspaket“ des BVB besteht dagegen, soweit bekannt, überwiegend aus Maßnahmen, mit denen sich das Unternehmen eine zins- und tilgungsfreie Zeit verschafft. Echte Sanierungsschritte, die die operative Lage des Unternehmens verbessern sollen, wurden bislang, das macht der Halbjahresbericht deutlich, nicht eingeleitet – oder aber sie haben noch nicht gegriffen. So ändert der Teilrückkauf des Stadions nichts an den hohen Mietzahlungen, die der BVB an die Fondseigentümer zu leisten hat. Dass sie zukünftig geringer ausfallen, ist reine Mathematik und kann kaum als Sanierungserfolg verbucht werden. Dass die BVB KGaA fast zwei Jahre nach Beginn der Ertrags- und Liquiditätskrise noch kein echtes Kostensenkungsprogramm initiiert hat, zeigt sich beispielsweise an der Zahl ihrer Mitarbeiter, die mit 382 sogar über dem Stand vor zwei Jahren liegt. Und dass das Unternehmen nicht bereit ist, unpopuläre, aber notwendige Maßnahmen einzuleiten, zeigt sich nicht zuletzt daran, dass bis dato keines der defizitären bzw. kaum profitablen Tochterunternehmen – zu nennen sind u. a. goool.de, Sports & Bytes, Orthomed, B.E.S.T. oder das Hotel Lennhof – verkauft oder geschlossen wurde.

Eigentlich werden hier
die Rollen vertauscht!

Im Grunde basiert die Sanierung auf dem Versuch, ein im Grunde funktionsfähiges Geschäftsmodell zu verändern, um bestehende Finanzverbindlichkeiten zu bedienen, anstatt die Verbindlichkeiten zu reduzieren, um das Geschäftsmodell zu erhalten. Der eingeschlagene Weg erinnert an einen Unternehmer, in dessen voll ausgelasteter Fabrik ein profitables Produkt hergestellt wird (das zudem permanent ausverkauft ist!) und der versucht, seine Verschuldung dadurch zu senken, indem er an diesem erfolgreichen Produkt Veränderungen vornimmt, die es für seine Konsumenten weniger attraktiv machen. Wie sonst sind die avisierten Spielergehälter von insgesamt EUR 24 Mio. p.a. nachzuvollziehen, mit denen es der BVB schwer haben dürfte, weiterhin im internationalen Fußball vertreten zu sein? Die Folge sinkender Zuschauer- und Sponsoringeinnahmen sind u. E. in dem Konzept überhaupt nicht berücksichtigt.

Das einzig angemessene Sanierungskonzept besteht u. E. allein in der sofortigen und vollständigen Übernahme des Stadions. Beispielsweise könnte der BVB durch einen vollständigen Rückerwerb des Stadions, finanziert etwa durch eine Asset-Backed-Securities-Anleihe, ebenfalls den sofortigen Zugriff auf das Ansparkonto sicherstellen, ohne gleichzeitig von hohen jährlichen Mietzahlungen belastet zu werden. Auch ist es uns unverständlich, warum der BVB mit seinen Gläubigern nicht über einen echten Schuldverzicht, beispielsweise gegen Auszahlung, verhandelt.

Segmentergebnisse

		2001/02	2002/03	2003/04	2004/05e	2005/06e
Konzern						
Umsatz	EUR Mio.	113,0	128,9	98,1	89,1	81,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	33,2	14,1	-23,9	-9,1	-8,3
Spielbetrieb						
Umsatz	EUR Mio.	17,8	17,9	20,3	21,3	20,9
<i>Umsatzwachstum</i>	%	29,0	0,3	13,4	5,1	-2,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	15,8	13,9	20,7	23,9	25,6
Hörfunk, TV						
Umsatz	EUR Mio.	46,0	49,8	19,3	20,4	15,3
<i>Umsatzwachstum</i>	%	138,0	8,3	-61,2	5,4	-24,9
<i>Umsatzanteil</i>	%	40,7	38,6	19,7	22,9	18,7
Werbung/Sponsoring						
Umsatz	EUR Mio.	27,9	44,3	25,7	27,9	26,9
<i>Umsatzwachstum</i>	%	111,1	58,4	-42,0	8,5	-3,3
<i>Umsatzanteil</i>	%	24,7	34,3	26,2	31,3	33,0
Merchandising						
Umsatz	EUR Mio.	8,8	15,7	16,9	17,9	16,9
<i>Umsatzwachstum</i>	%	69,2	77,9	7,4	5,9	-5,6
<i>Umsatzanteil</i>	%	7,8	12,2	17,2	20,0	20,6
Umsatz Tochterunternehmen						
Umsatz	EUR Mio.	11,2	0,9	2,8	1,7	1,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	39,6	-91,7	204,3	-40,0	0,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	9,9	0,7	2,9	1,9	2,1
Transfererlöse						
Umsatz	EUR Mio.	1,2	0,3	13,1	0,0	0,0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-95,1	-74,4	4.033,5	-100,0	n/a
<i>Umsatzanteil</i>	%	1,1	0,2	13,3	0,0	0,0

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2001/02	2002/03	2003/04	2004/05e	2005/06e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	112,9	128,9	98,1	89,1	81,7
Materialaufwand	EUR Mio.	-4,6	-6,5	-5,6	-4,0	-4,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	4,1	5,1	5,7	4,5	4,9
Personalaufwand	EUR Mio.	-66,9	-67,9	-56,0	-46,2	-45,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	59,2	52,7	57,1	51,8	56,0
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	37,5	33,2	1,8	5,0	2,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	33,2	25,8	1,8	5,6	3,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-43,6	-52,5	-76,2	-63,6	-52,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	38,6	40,8	77,7	71,3	64,0
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-0,1	-0,1	0	-0,1	-0,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0,1	0,1	0	0,1	0,2
EBITDA	EUR Mio.	35,2	35,0	-37,9	-19,7	-18,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	31,2	27,2	-38,7	-22,1	-22,1
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	-29,3	-28,2	-28,7	-16,0	-13,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	26,0	21,8	29,3	18,0	15,9
EBITA	EUR Mio.	5,9	6,9	-66,7	-35,7	-31,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	5,2	5,3	-68,0	-40,1	-38,0
EBIT	EUR Mio.	6,6	6,9	-66,7	-35,7	-31,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	5,8	5,3	-68,0	-40,1	-38,0
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	-3,3	-3,2	0	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0,1	0	0,7	0,8	0,2
Zinsergebnis	EUR Mio.	-1,7	-0,4	-1,8	-5,2	-7,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-1,5	-0,3	-1,8	-5,9	-8,9
Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	1,8	3,4	-67,7	-40,0	-37,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	1,6	2,6	-69,1	-44,9	-46,4
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	-24,0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	1,6	3,3	-67,7	-64,1	-38,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	1,5	2,5	-69,1	-72,0	-46,6
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,4	-0,1	0	0	0
<i>EE-Steuerquote</i>	%	22,5	3,0	0,1	0	0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,3	3,2	-67,7	-64,2	-38,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	1,1	2,5	-69,0	-72,0	-46,6
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	1,3	3,2	-67,7	-64,2	-38,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	1,1	2,5	-69,0	-72,0	-46,6
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,2	0	0	0	0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	1,5	3,1	-67,7	-64,2	-38,2
EPS reported	EUR	0,05	0,11	-2,32	-2,20	-1,30
EPS adjusted	EUR	0,05	0,11	-2,32	-2,20	-1,30
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0	0	0	0	0
EPS adjusted vor Goodwill	EUR	0,05	0,11	-2,32	-2,20	-1,30

Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority - „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.