

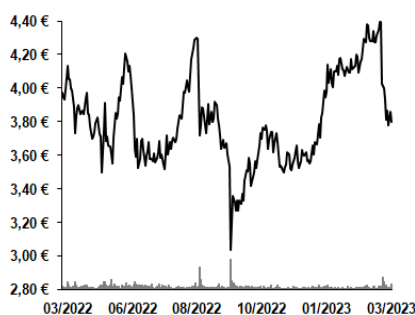
Akt. Kurs (20.03.2023, 12:38 Uhr, Xetra): 3,84 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **5,50 (5,50) EUR**

Branche: Sport & Freizeit (Fußball)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005493092
Reuters: BVB.DE
Bloomberg: BVB:GR

Kurzportrait

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA betreibt das Profifußballgeschäft des Bundesliga-Vereins Borussia Dortmund („BVB“). Daneben bestehen Aktivitäten in verwandten Bereichen wie Sportbekleidung, Medien, Reise- und Reha-Angebote.

Kurs 12 Mon.: 4,43 € **Hoch** **Tief**
Aktueller Kurs: 3,84 €
Aktienzahl ges.: 110.396.220
Streubesitz: 62,6%
Marktkapitalis.: 424,1 Mio. €



Anlagekriterien

Normalisierung im ersten Halbjahr 2022/23

Nachdem das am 30. Juni 2022 abgelaufene Geschäftsjahr 2021/22 zum Teil noch durch die Folgen der Corona-Pandemie beeinflusst war, stellte sich im aktuellen Geschäftsjahr 2022/23 wieder eine Normalisierung ein. Dabei gelang Borussia Dortmund in den ersten sechs Monaten eine Umsatzausweitung um 4,3 Prozent auf 221,6 (Vj. 212,6) Mio. Euro. Diese basierte vor allem auf höheren Ticket- und Cateringeinnahmen sowie gesteigerten Werbeerlösen. Angesichts weniger absolvierter Bundesligaspiele sanken dagegen die TV-Vermarktungserlöse.

Da im laufenden Geschäftsjahr wieder die volle Stadionkapazität ausgeschöpft werden konnte, erhöhten sich die Einnahmen aus dem Spielbetrieb deutlich von 13,1 auf 21,1 Mio. Euro. Auch bei den Werbeerlösen verzeichnete Borussia Dortmund einen Anstieg auf 70,0 (62,3) Mio. Euro durch die höhere Auslastung im Bereich Hospitality und den Abschluss von Neuverträgen im Sponsoringbereich.

Dagegen sanken die Erlöse aus der TV-Vermarktung auf 96,8 (101,2) Mio. Euro. Dies war weitgehend auf die nationale TV-Vermarktung zurückzuführen, deren Einnahmen sich infolge weniger Spiele auf 35,2 (39,5) Mio. Euro reduzierte. Dagegen erhöhten sich die Erlöse aus der internationalen TV-Vermarktung auf 61,0 (59,3) Mio. Euro. Da Borussia Dortmund in diesem Geschäftsjahr nicht am DFL-Supercup teilnahm, reduzierten sich die Einnahmen aus den nationalen Pokalwettbewerben auf 0,6 (2,4) Mio. Euro.

Bei den Erlösen aus Merchandising musste die Gesellschaft einen Rückgang von 21,7 auf 16,8 Mio. Euro hinnehmen. Während die Einnahmen der stationären Shops zulegen, blieben die Online-Umsätze deutlich hinter dem Vorjahreswert zurück. Dagegen stellte sich bei den Erlösen aus Conference, Catering, Sonstige eine Steigerung auf 16,9 (14,2) Mio. Euro ein.

Das Ergebnis aus Transfergeschäften lag mit 61,7 Mio. Euro sogar noch über dem guten Vorjahreswert von 60,2 Mio. Euro. Dies beruhte vor allem auf den Verkäufen von Erling Haaland und Manuel Akanji zu Manchester City. Daneben verbuchte Borussia Dortmund noch sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 2,5 (6,3) Mio. Euro, der im Wesentlichen aus der Auflösung von Wertberichtigungen resultierten.

Auf der Kostenseite kam es beim Materialaufwand zu geringeren Ausgaben korrespondierend mit den geringeren Erlösen im Bereich Merchandising. Insgesamt sank der Materialaufwand auf 11,5 (14,0) Mio. Euro. Dagegen stiegen die Aufwendungen im Personalbereich auf 112,3 (110,3) Mio. Euro. Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verbuchte Borussia Dortmund einen Anstieg auf 60,3 (54,6) Mio. Euro. Hierbei resultierte der Großteil des Zuwachses aus höheren Spielbetriebsaufwendungen.

Kennzahlen

| | 20/21 | 21/22 | 22/23e | 23/24e |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| Umsatz | 334,2 | 351,6 | 399,6 | 419,3 |
| <i>bisher</i> | --- | 369,4 | 405,3 | --- |
| EBIT | -72,1 | -29,2 | 4,1 | 9,1 |
| <i>bisher</i> | --- | -29,7 | 2,9 | --- |
| Jahresüb. | -72,8 | -35,1 | 2,7 | 7,6 |
| <i>bisher</i> | --- | -28,6 | 1,8 | --- |
| Erg./Aktie | -0,79 | -0,33 | 0,02 | 0,07 |
| <i>bisher</i> | --- | -0,27 | --- | --- |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| Div.-Rend. | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| KGV | neg. | neg. | 155,6 | 55,7 |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

t.renner@gsc-research.de

Auf dieser Basis verbesserte sich das EBITDA leicht auf 101,6 (100,1) Mio. Euro. Die Abschreibungen lagen nahezu unverändert bei 51,0 (51,2) Mio. Euro. Dabei entfielen 44,5 Mio. Euro auf das immaterielle Anlagevermögen und 6,5 Mio. Euro auf das Sachanlagevermögen. Dadurch verzeichnete auch das EBIT einen Anstieg von 48,9 auf 50,6 Mio. Euro.

Das Finanzergebnis beinhaltet vor allem Auf- und Abzinsungen langfristiger Forderungen, woraus ein Ergebnis von minus 4,1 (-3,7) Mio. Euro resultierte. Nach Steuern verblieb ein Halbjahresgewinn von 40,2 Mio. Euro. Im Vorjahr hatte sich der Überschuss zu diesem Zeitpunkt auf 37,5 Mio. Euro belaufen. Bedingt durch die höhere Aktienanzahl infolge der im Herbst 2021 durchgeführten Kapitalerhöhung sank jedoch das Ergebnis je Aktie auf 0,36 (0,37) Euro.

Sportlich auf Kurs

Auf sportlicher Ebene stellt sich die Situation für den BVB derzeit durchaus sehr erfreulich dar. Allerdings ist dies der jüngsten Erfolgsserie im laufenden Kalenderjahr zu verdanken. Bis zur WM-Pause lag Borussia Dortmund mit einem Rückstand von 9 Punkten auf den Spitzenreiter lediglich auf dem 6. Platz. Dank eines guten Starts in die Rückrunde sowie durch den klaren Sieg gegen den 1. FC Köln und die gleichzeitige Niederlage von Bayern München thront der BVB derzeit an der Tabellenspitze. Der Vorsprung auf den für die Qualifikation zur Champions League wichtigen 5. Platz beträgt bereits 8 Punkte.

In der Champions League hatte Borussia Dortmund diesmal die Gruppenphase zwar gemeistert, im Achtelfinale scheiterte die Mannschaft nach einem viel diskutierten Elfmeter jedoch an Chelsea. Im DFB-Pokal ist der BVB im Viertelfinale noch vertreten, hat mit dem Spiel bei RB Leipzig jedoch eine anspruchsvolle Aufgabe vor sich.

GSC-Ergebnisschätzungen minimal angepasst

Nachdem wir im vergangenen Geschäftsjahr mit unserer EBIT-Schätzung fast eine Punktlandung erreicht haben, haben wir unsere Erwartungen für 2022/23 nur minimal angepasst. Auf der Umsatzseite rechnen wir mit Erlösen von 399,6 Mio. Euro. Beim EBIT sehen wir weiterhin die Rückkehr in die schwarzen Zahlen und prognostizieren einen Wert von 4,1 Mio. Euro. Auch nach Steuern erwarten wir ein positives Ergebnis von 2,7 Mio. Euro entsprechend 0,02 Euro je Aktie.

Im kommenden Geschäftsjahr 2023/24 rechnen wir dann mit einem Umsatzanstieg um 4,9 Prozent auf 419,3 Mio. Euro. Trotz weiterer Kostensteigerungen sind wir zuversichtlich, dass das EBIT dabei auf 9,1 Mio. Euro zulegen kann. Nach Steuern prognostizieren wir einen Jahresüberschuss von 7,6 Mio. Euro gleichbedeutend mit einem Ergebnis je Aktie von 0,07 Euro. Dann sollte auch die Dividendenfähigkeit wieder erreicht werden. Eine Ausschüttung erwarten wir jedoch erst für 2024/25.

Bewertung und Fazit

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA hat die schwierigen Corona-Jahre aufgrund der soliden finanziellen Aufstellung gut gemeistert. Hierzu hatte auch eine in 2021 durchgeführte Kapitalerhöhung beigetragen. In Summe bezifferte Geschäftsführer Hans-Joachim Watzke die Folgen der Pandemie auf mehr als 150 Mio. Euro. Erfreulicherweise hat sich nun wieder eine Normalisierung eingestellt und die Vereine können wieder in vollen Stadien spielen.

Mit der sportlichen Seite können die Verantwortlichen derzeit zufrieden sein, auch wenn das Ausscheiden in der Champions League aufgrund eines umstrittenen Elfmeters sowohl sportlich als auch finanziell schmerzt. Dafür steht Borussia Dortmund in der Bundesliga derzeit an der Tabellenspitze und scheint gut für das am kommenden Spieltag steigende Gipfeltreffen beim FC Bayern München gerüstet.

Damit bestehen erstmals seit Jahren wieder gute Chancen, um die Meisterschaft mitzuspielen. Sollte es mit der Meisterschaft nicht klappen, stehen zumindest die Aussichten auf die erneute Qualifikation für die Champions League bei bereits 8 Punkten Vorsprung auf Platz 5 sehr gut. Auch im DFB-Pokal bestehen noch alle Chancen, jedoch gilt es, hier erst einmal die Auswärtshürde bei RB Leipzig zu nehmen.

Unverändert erachten wir den Kader von Borussia Dortmund in weiten Teilen als entwicklungsfähig. Dementsprechend sollten auch in den kommenden Jahren immer wieder attraktive Transfererlöse zu erzielen sein. Allerdings gilt hierbei, dass diese nur schwer prognostizierbar sind. Erfreulich entwickelt sich der Bereich Sponsoring, hier sehen wir weitere Entwicklungsmöglichkeiten. Auch im Bereich Werbung sollte vor allem die virtuelle Werbung mit regional zugeschnittenen Angeboten weiteres Wachstum ermöglichen.

Die Internetseite www.transfermarkt.de veranschlagt den Wert des Kaders von Borussia Dortmund aktuell auf 522,7 Mio. Euro. Davon entfallen allein 110 Mio. Euro auf den Spieler Jude Bellingham. Aber insgesamt sollte nicht nur eine Betrachtung der Marktwerte der Spieler erfolgen. Auch die Marke Borussia Dortmund an sich konnte sich in den letzten Jahren profilieren und an Wert gewinnen.

Das Umfeld für Sportvereine hat sich wieder deutlich aufgehellt. Dementsprechend ergeben sich nun wieder verbesserte Einnahmequellen für die Vereine. Hier sind wir für Borussia Dortmund zuversichtlich gestimmt und erwarten im laufenden Geschäftsjahr erstmals wieder einen kleinen Gewinn. Auch sonst ist die Gesellschaft äußerst solide aufgestellt und weist zum 31. Dezember 2022 ein Eigenkapital von gut 320 Mio. Euro aus.

Vor dem Hintergrund der guten sportlichen Entwicklung bekräftigen wir unser Kursziel von 5,50 Euro und belassen auch unsere Empfehlung für die BVB-Aktie auf „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

| Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA | | | | | | | | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06. | 2019/20 | | 2020/21 | | 2021/22 | | 2022/23e | | 2023/24e | |
| Umsatzerlöse | 370,2 | 100,0% | 334,2 | 100,0% | 351,6 | 100,0% | 399,6 | 100,0% | 419,3 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -9,7% | | 5,2% | | 13,6% | | 4,9% | |
| Ergebnis aus Transfergeschäften | 40,2 | 10,8% | 15,4 | 4,6% | 61,9 | 17,6% | 64,0 | 16,0% | 64,0 | 15,3% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -61,7% | | 301,7% | | 3,4% | | 0,0% | |
| Sonstige betriebliche Erträge | 9,2 | 2,5% | 10,4 | 3,1% | 23,5 | 6,7% | 11,8 | 3,0% | 12,2 | 2,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 12,9% | | 126,8% | | -49,9% | | 3,4% | |
| Verwaltungskosten (Personalaufwand) | 215,2 | 58,1% | 215,7 | 64,5% | 231,2 | 65,8% | 239,5 | 59,9% | 250,8 | 59,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 0,2% | | 7,2% | | 3,6% | | 4,7% | |
| Materialaufwand / Sonst. betr. Aufwendg. | 141,4 | 38,2% | 105,3 | 31,5% | 125,1 | 35,6% | 132,4 | 33,1% | 135,4 | 32,3% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -25,5% | | 18,7% | | 5,9% | | 2,3% | |
| EBITDA | 63,0 | 17,0% | 39,0 | 11,7% | 80,8 | 23,0% | 103,5 | 25,9% | 109,3 | 26,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -38,2% | | 107,3% | | 28,2% | | 5,6% | |
| Abschreibungen | 106,1 | 28,7% | 111,0 | 33,2% | 109,9 | 31,3% | 99,4 | 24,9% | 100,2 | 23,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 4,6% | | -1,0% | | -9,6% | | 0,8% | |
| EBIT | -43,1 | -11,7% | -72,1 | -21,6% | -29,2 | -8,3% | 4,1 | 1,0% | 9,1 | 2,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -67,1% | | 59,5% | | 114,1% | | 122,0% | |
| Finanzergebnis | -3,4 | -0,9% | -1,1 | -0,3% | -4,2 | -1,2% | -1,2 | -0,3% | -1,0 | -0,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 69,3% | | -295,4% | | 71,3% | | 16,7% | |
| Ergebnis vor Steuern | -46,6 | -12,6% | -73,2 | -21,9% | -33,4 | -9,5% | 2,9 | 0,7% | 8,1 | 1,9% |
| Steuerquote | 5,6% | | 0,5% | | -5,1% | | 6,0% | | 6,0% | |
| Ertragssteuern | -2,6 | -0,7% | -0,3 | -0,1% | 1,7 | 0,5% | 0,2 | 0,0% | 0,5 | 0,1% |
| Jahresüberschuss | -44,0 | -11,9% | -72,8 | -21,8% | -35,1 | -10,0% | 2,7 | 0,7% | 7,6 | 1,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -65,7% | | 51,8% | | 107,8% | | 179,3% | |
| Saldo Bereinigungsposition | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Anteile Dritter | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Bereinigter Jahresüberschuss | -44,0 | -11,9% | -72,8 | -21,8% | -35,1 | -10,0% | 2,7 | 0,7% | 7,6 | 1,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -65,7% | | 51,8% | | 107,8% | | 179,3% | |
| Anzahl der Aktien | 92,000 | | 92,000 | | 105,558 | | 110,396 | | 110,396 | |
| Gewinn je Aktie | -0,48 | | -0,79 | | -0,33 | | 0,02 | | 0,07 | |

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

| | |
|---|--------|
| Herr Bernd Geske | 8,24% |
| Evonik Industries AG | 8,19% |
| SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG | 5,98% |
| Puma SE | 5,32% |
| Ralph Dommermuth Beteiligungen GmbH | 5,03% |
| BV Borussia 09 e.V. Dortmund | 4,61% |
| Streubesitz | 62,63% |

Termine

Finanztermine:

12.05.2023 Zahlen drittes Quartal 2022/23 (01.01.-31.03.2023)

Spieltermine:

Bundesliga Rückrunde Saison 2022/23 (Auszug):

| | | |
|------------|---|----------------|
| 01.04.2023 | Bayern München – Borussia Dortmund | (26. Spieltag) |
| 08.04.2023 | Borussia Dortmund – 1. FC Union Berlin | (27. Spieltag) |
| 15.04.2023 | VfB Stuttgart – Borussia Dortmund | (28. Spieltag) |
| 22.04.2023 | Borussia Dortmund – Eintracht Frankfurt | (29. Spieltag) |
| 28.04.2023 | VfL Bochum – Borussia Dortmund | (30. Spieltag) |

DFB-Pokal:

05.04.2023 RB Leipzig – Borussia Dortmund

Kontaktadresse

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA
Rheinlanddamm 207-209
D-44137 Dortmund

Internet: aktie.bvb.de (Unternehmen) und www.bvb.de (Verein)

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Robin Steden

Tel.: +49 (0) 231 / 9020 - 2746
Fax: +49 (0) 231 / 9020 - 852746
E-Mail: aktie@bvb.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 24 Monaten:

| Veröffentlichungsdatum | Kurs bei Empfehlung | Empfehlung | Kursziel |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 24.01.2022 | 3,98 € | Kaufen | 5,50 € |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2022):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen | 70,0% | 89,5% |
| Halten | 26,0% | 10,5% |
| Verkaufen | 4,0% | 0,0% |

Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

| Firma | Disclosure |
|-----------------------------------|------------|
| Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA | 5, 7 |

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.