

Akt. Kurs (20.04.15, 9:03 Uhr, Xetra): 3,56 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **4,50 (4,50) EUR**

**Branche:** Touristik & 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.

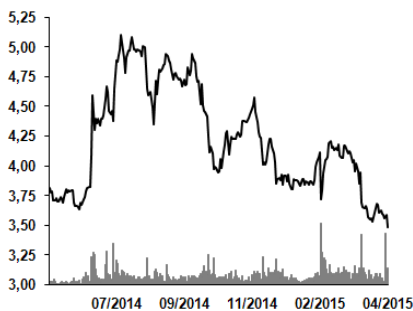
	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	5,12 €	3,38 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	3,56 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	92.000.000	
<b>Streubesitz:</b>	60,7%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	327,5 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Sportliche Entwicklung lässt zu wünschen übrig

Das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2014/15 (bis 30.6.) stellte sich bei Borussia Dortmund sehr differenziert dar. Während das wirtschaftliche Geschehen durchaus zu überzeugen wusste, blieb der sportliche Erfolg doch weit hinter den Erwartungen zurück. Zwar konnte der BVB problemlos die Vorrunde in der Champions League überstehen und auch der DFB-Pokal brachte Erfolge, in der Bundesliga fand sich der Verein jedoch stellenweise auf den Abstiegsplätzen wieder.

Seit der Winterpause läuft es in der Bundesliga aber deutlich besser und Borussia Dortmund konnte sich erst einmal aus der Abstiegszone befreien. Auch wenn aus den jüngsten drei Spielen gegen Bayern München, Gladbach und Paderborn nur 3 Punkte gegen Paderborn realisiert werden konnten, darf man sogar immer noch in Richtung Qualifikation für das internationale Geschäft schielen. Auch im DFB-Pokal steht der Verein im Halbfinale, muss dort jedoch beim Titelverteidiger in München antreten. Dagegen war der BVB im Achtelfinale der Champions League gegen Juventus Turin chancenlos.



## Kennzahlen (KGaA)

	12/13	13/14	14/15e	15/16e
<b>Umsatz</b>	305	261	279	258
<i>bisher</i>	---	---	269	---
<b>EBIT</b>	65,1	18,5	17,0	8,7
<i>bisher</i>	---	---	12,5	---
<b>Jahresüb.</b>	50,8	11,7	7,6	5,0
<i>bisher</i>	---	---	6,7	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,83	0,19	0,08	0,05
<i>bisher</i>	---	---	0,07	---
<b>Dividende</b>	0,10	0,10	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	0,00	---
<b>KGV</b>	4,3	18,8	42,9	65,2
<b>Div.rendite</b>	2,8%	2,8%	1,4%	1,4%

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](mailto:t.renner@gsc-research.de)

## Erneute Umsatzsteigerung

In der ersten Geschäftsjahreshälfte (1.7. bis 31.12.14) gelang Borussia Dortmund eine weitere Umsatzausweitung von 136,6 auf 150,3 Mio. Euro. Dies entsprach einer Erlössteigerung von rund 10 Prozent. Fast alle Bereiche trugen zu dieser positiven Entwicklung bei. Lediglich der Spielbetrieb blieb aufgrund einer geringeren Anzahl an Heimspielen hinter dem Vorjahreswert zurück. So sanken hier die Erlöse von 20,8 auf 19,8 Mio. Euro.

Im Bereich der TV-Vermarktung erzielte die Gesellschaft einen Zuwachs von 46,7 auf 51,2 Mio. Euro. Sowohl die Ausschüttung der DFL Deutsche Fußball Liga als auch die Teilnahme an der Champions League bescherten höhere Erlöse. Einen deutlichen Anstieg auf 37,5 (Vj. 33,8) Mio. Euro verzeichnete der Bereich Werbung. Dies war auf den neuen Hauptsponsorenvertrag, die Championspartner und die Ausweitung der Hospitality-Plätze auf der Westtribüne zurückzuführen.

Weiteres Wachstum resultierte auch aus dem Bereich Merchandising. Hier legten die Erlöse noch einmal auf 23,9 (22,6) Mio. Euro zu und machten damit bereits knapp 16 Prozent des Konzernumsatzes aus. Besonders erfreulich gestaltete sich in diesem Segment der Vertriebsweg Handel, der ein Plus von 46 Prozent verbuchte. Daneben kletterten die Erlöse aus dem Bereich Catering und Sonstiges von 11,0 auf 12,4 Mio. Euro. Auch bei den Transfergeschäften verzeichnete Borussia Dortmund eine Erhöhung von 1,6 auf 5,6 Mio. Euro.

Trotz der gesteigerten Umsätze im Bereich Merchandising konnte der Materialaufwand leicht auf 12,0 Mio. Euro gesenkt werden. Dem Management war es gelungen, bessere Einkaufskonditionen mit den Lieferanten auszuhandeln. Beim Personalaufwand stellte sich eine weitere Erhöhung auf 56,6 (Vj. 52,3) Mio. Euro ein. Dieser Zuwachs resultierte weitgehend aus dem Lizenzspielerbereich. Die erneuten Spielerkäufe für die laufende Spielrunde führten zu einem deutlichen Anstieg der Abschreibungen auf 20,6 (15,1) Mio. Euro. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen mit 53,9 (48,0) Mio. Euro deutlich höher aus.

In Folge der Ausweitung auf der Kostenseite verringerte sich das EBIT auf 10,1 Mio. Euro nach 11,6 Mio. Euro vor Jahresfrist. Angesichts der hervorragenden Finanzausstattung durch die beiden Kapitalerhöhungen entschloss sich die Verwaltung zur Rückführung sämtlicher Finanzverbindlichkeiten. Allerdings verursachte dies zusätzliche Aufwendungen, so dass sich das Finanzergebnis auf minus 6,5 (-2,0) Mio. Euro verschlechterte. Nach Steuern wies Borussia Dortmund einen Periodenüberschuss von 3,6 (8,1) Mio. Euro aus. Das Periodenergebnis je Aktie verringerte sich entsprechend von 0,13 auf 0,04 Euro.

### **Klopp beendet Tätigkeit zum Saisonende**

Zum Saisonende werden Borussia Dortmund und der Trainer Jürgen Klopp ihre Zusammenarbeit vorzeitig beenden. Ursprünglich war das Arbeitspapier des Erfolgstrainers bis Ende Juni 2018 datiert. 2008 hatte Jürgen Klopp die Dortmunder in einer schwierigen Phase übernommen und seitdem zu zwei Deutschen Meisterschaften und einem DFB-Pokalsieg sowie ins Finale der Champions League geführt.

Sein Nachfolger wird der ehemalige Mainzer Coach Thomas Tuchel, der einen Drei-Jahres-Vertrag bis zum 30. Juni 2018 erhält. Damit gelang es dem BVB-Management, innerhalb kürzester Zeit den Wunsch Kandidaten für die Nachfolge von Jürgen Klopp zu verpflichten. Hierdurch wurde sehr schnell Klarheit in der Trainerfrage geschaffen und somit kann Thomas Tuchel bereits in anstehende Entscheidungen hinsichtlich des Kaders eingebunden werden.

### **GSC-Schätzungen angepasst**

Die jüngsten sportlichen Rückschläge machen es den Dortmundern zwar schwerer, noch ins internationale Geschäft einzuziehen, der Rückstand auf den vermutlich ausreichenden Platz 7 ist mit lediglich 2 Punkten aber wettzumachen. Zudem bestehen noch Chancen auf den Pokalsieg. Dementsprechend beinhaltet unsere Prognose die Qualifikation für den internationalen Wettbewerb.

Nach der Geschäftsentwicklung in den ersten sechs Monaten erwarten wir für das Gesamtjahr 2014/15 (bis 30.6.) einen Umsatzanstieg von 7,0 Prozent auf 279,0 Mio. Euro. Durch höhere Personalaufwendungen und vor allem anwachsende Abschreibungen geben wir jedoch von einem Rückgang beim EBIT von 18,5 auf 17,0 Mio. Euro aus. Nach Steuern und Anteilen Dritter prognostizieren wir ein Jahresergebnis von 7,6 Mio. Euro nach 11,7 Mio. Euro im Vorjahr. Bedingt durch die starke Ausweitung der Eigenkapitalbasis dürfte sich das Ergebnis je Aktie dabei von 0,19 auf 0,08 Euro verringern.

Für das Folgejahr 2015/16 sehen wir ohne größere Transfers einen Umsatzrückgang auf 258,0 Mio. Euro. Den Kostenblock schätzen wir zwar ebenfalls geringer ein, dies wird aber unserer Meinung nach nicht ausreichen, um das

Erlösminus auszugleichen. Daraus resultierend erwarten wir das EBIT bei 8,7 Mio. Euro und den Jahresüberschuss bei 5,0 Mio. Euro. Damit stellt sich das Ergebnis je Aktie auf 0,05 Euro.

Angesichts der geringeren Überschüsse erwarten wir für die kommenden Jahre eine Dividende von jeweils 0,05 Euro.

### **Fazit**

Borussia Dortmund hat sich sowohl im abgelaufenen als auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2014/15 (bis 30.6.) finanziell sehr wacker geschlagen. Trotz der Umsatzsteigerung blieb das Ergebnis in 2013/14 jedoch erwartungsgemäß deutlich hinter dem Vorjahreswert zurück. Dies war aber keinesfalls eine Überraschung, da steigende Personalkosten und höhere Abschreibungen nach den Neuverpflichtungen auf dem Ergebnisausweis lasteten und das Vorjahr durch Transfererlöse extrem positiv beeinflusst war.

Wenig Freude bereitete dagegen den Anhängern und Aktionären die sportliche Entwicklung speziell in der ersten Geschäftsjahreshälfte bis Dezember, als der Verein auf einem Abstiegsplatz herumdümpelte. Punktemäßig hat sich Borussia Dortmund in der Rückrunde gefangen, auch wenn sportlich noch nicht alles rund läuft. Mit einem kleinen Endsprint kann sich die Mannschaft noch für die Europa League qualifizieren, so dass sich im kommenden Jahr finanziell gegenüber der Champions League eine kleinere Lücke auftun würde.

Die erfolgreichen Kapitalmaßnahmen versetzen Borussia Dortmund in die glückliche Lage, die Mannschaft rein finanziell zusammenhalten zu können. Ob sich durch den anstehenden Trainerwechsel auch personell noch größere Änderungen ergeben, bleibt abzuwarten. Hier gehen wir aber von nicht zu großen Anpassungen aus. Zudem nutzte die Gesellschaft die vorhandene Finanzausstattung dazu, die Finanzverbindlichkeiten komplett zurückzuführen, verfügt aber immer noch über ein „Festgeldkonto“. Umfangreiche Werte stecken auch in der Mannschaft. Die Internetseite [www.transfermarkt.de](http://www.transfermarkt.de) sieht den Wert des BVB derzeit bei knapp 314 Mio. Euro.

Der sportliche Misserfolg setzte auch der BVB-Aktie zu, die sich wieder deutlich unterhalb von 4,00 Euro wiederfindet. Damit wurde auch unsere eher skeptische Einschätzung aus November bestätigt. Der Abschied von Jürgen Klopp führte ebenfalls noch einmal zu Kursrückgängen. In Summe sind wir für die finanzielle Zukunft von Borussia Dortmund aber positiv gestimmt. Der Wert der Mannschaft sowie das vorhandene Vermögen in Form des Stadions und die sonstigen finanziellen Mittel liegen über der aktuellen Marktkapitalisierung von lediglich 320 Mio. Euro.

Nach dem erfolgten, von uns befürchteten Kursrückgang in Folge des ausbleibenden sportlichen Erfolgs sind wir deshalb auf dem jetzigen Niveau wieder positiv für die Aktie gestimmt. Daher belassen wir das Kursziel bei 4,50 Euro, setzen unsere Empfehlung aber auf „Kaufen“ herauf. Auf längere Sicht halten wir bei einer sportlich erfreulichen Entwicklung Kurse von gut 5 Euro für realistisch.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Borussia Dortmund KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2011/12		2012/13		2013/14		2014/15e		2015/16e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>215,2</b>	<b>96,6%</b>	<b>305,0</b>	<b>99,1%</b>	<b>260,7</b>	<b>98,0%</b>	<b>279,0</b>	<b>97,9%</b>	<b>258,0</b>	<b>97,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			41,7%		-14,5%		7,0%		-7,5%	
Sonst. Betriebliche Erträge	7,6	3,4%	2,8	0,9%	5,2	2,0%	6,0	2,1%	6,0	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			-63,2%		86,8%		14,7%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>222,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>307,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>266,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>285,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>264,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			38,2%		-13,6%		7,2%		-7,4%	
Verwaltungskosten (Personalaufw.)	79,9	35,9%	106,2	34,5%	107,8	40,5%	114,0	40,0%	108,0	40,9%
Veränderung zum Vorjahr			32,9%		1,5%		5,8%		-5,3%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	82,9	37,2%	114,1	37,1%	109,0	41,0%	113,0	39,6%	106,2	40,2%
Veränderung zum Vorjahr			37,6%		-4,4%		3,6%		-6,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>60,0</b>	<b>26,9%</b>	<b>87,5</b>	<b>28,4%</b>	<b>49,1</b>	<b>18,5%</b>	<b>58,0</b>	<b>20,4%</b>	<b>49,8</b>	<b>18,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			45,8%		-43,8%		18,0%		-14,1%	
Abschreibungen	18,6	8,3%	22,4	7,3%	30,7	11,5%	41,0	14,4%	41,1	15,6%
Veränderung zum Vorjahr			20,4%		37,0%		33,6%		0,2%	
<b>EBIT</b>	<b>41,4</b>	<b>18,6%</b>	<b>65,1</b>	<b>21,2%</b>	<b>18,5</b>	<b>6,9%</b>	<b>17,0</b>	<b>6,0%</b>	<b>8,7</b>	<b>3,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			57,2%		-71,6%		-7,9%		-48,8%	
Finanzergebnis	-4,8	-2,2%	-5,1	-1,7%	-3,9	-1,5%	-7,0	-2,5%	-2,0	-0,8%
Veränderung zum Vorjahr			-6,3%		24,3%		-81,3%		71,4%	
a.o. Ergebnis	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>36,6</b>	<b>16,4%</b>	<b>60,0</b>	<b>19,5%</b>	<b>14,6</b>	<b>5,5%</b>	<b>10,0</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,7</b>	<b>2,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			63,9%		-75,7%		-31,5%		-33,0%	
Steuern	9,1	4,1%	8,8	2,9%	2,6	1,0%	2,1	0,7%	1,4	0,5%
Steuerquote	24,9%		14,7%		18,0%		20,5%		20,5%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>27,5</b>	<b>12,3%</b>	<b>51,2</b>	<b>16,6%</b>	<b>12,0</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,0</b>	<b>2,8%</b>	<b>5,3</b>	<b>2,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			86,2%		-76,6%		-33,6%		-33,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,4		0,3		0,3		0,3	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>27,4</b>	<b>12,3%</b>	<b>50,8</b>	<b>16,5%</b>	<b>11,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>7,6</b>	<b>2,7%</b>	<b>5,0</b>	<b>1,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			85,4%		-77,0%		-34,5%		-34,2%	
Anzahl der Aktien	61,425		61,425		61,425		92,000		92,000	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,45</b>		<b>0,83</b>		<b>0,19</b>		<b>0,08</b>		<b>0,05</b>	

## Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	14,78%
Herr Bernd Geske	8,59%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Puma SE	5,00%
Streubesitz	60,67%

## Termine

### Finanztermine:

15. Mai 2015                                  Zahlen 3. Quartal 2014/15 (01.01. - 31.03.2015)

### Spieltermine:

#### DFB-Pokal:

28.04.2015                                  Bayern München – Borussia Dortmund                  Halbfinale

#### Bundesliga Rückrunde Saison 2014/15:

25.04.2015	Borussia Dortmund – Eintracht Frankfurt	(30. Spieltag)
02.05.2015	TSG 1899 Hoffenheim – Borussia Dortmund	(31. Spieltag)
09.05.2015	Borussia Dortmund – Hertha BSC Berlin	(32. Spieltag)
16.05.2015	VFL Wolfsburg – Borussia Dortmund	(33. Spieltag)
23.05.2015	Borussia Dortmund – SV Werder Bremen	(34. Spieltag)

## Kontaktadresse

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

Internet: [www.aktie.bvb.de](http://www.aktie.bvb.de) (Unternehmen) und [www.bvb.de](http://www.bvb.de) (Verein)

### **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Dr. Robin Steden

Tel.:        +49 (0) 231 / 9020 - 745  
Fax:        +49 (0) 231 / 9020 - 85746  
Email:     [aktie@bvb.de](mailto: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 „Kauf“ 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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
27.11.2014	4,27 €	Halten	4,50 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	41,7%
Halten	45,8%	58,3%
Verkaufen	4,2%	0,0%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	---

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. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. 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](http://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.