

Akt. Kurs (09.10.2019, 17:35 Uhr, Xetra): 9,57 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **10,00 (10,00) 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.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	10,29 €	6,94 €
Aktueller Kurs:	9,57 €	
Aktienzahl ges.:	92.000.000	
Streubesitz:	50,6%	
Marktkapitalis.:	880,0 Mio. €	

Anlagekriterien

Umsatzrückgang in 2018/19 lediglich durch geringere Transfererlöse

In dem am 30. Juni abgelaufenen Geschäftsjahr 2018/19 erwirtschaftete Borussia Dortmund Erlöse von 489,5 Mio. Euro. Im Vorjahr hatte die Gesellschaft einen Umsatz von 536,0 Mio. Euro ausgewiesen, was jedoch auf deutlich höhere Transfererlöse, die im Vorfeld aber kaum abzuschätzen sind, zurückzuführen war. In Zahlen ausgedrückt verringerten sich die Transumsätze von 222,7 auf 120,2 Mio. Euro. Transferbereinigt verzeichnete Borussia Dortmund somit einen deutlichen Erlösanstieg um 17,9 Prozent. Alle anderen Bereiche schlossen das Geschäftsjahr mit einem Umsatzplus ab.



Bei den Werbeerlösen kam es im vergangenen Geschäftsjahr zu einem leichten Anstieg auf 96,8 (Vj. 94,0) Mio. Euro. Zuwächse erzielte Borussia Dortmund bei den nationalen Partnern, aber auch im Bereich der internationalen Werbung durch den Einsatz virtueller Bandenwerbung. Des Weiteren durfte sich die Gesellschaft über Prämien für den zweiten Platz in der Bundesliga freuen.

Kennzahlen

	17/18	18/19	19/20e	20/21e
Umsatz	536,0	489,5	492,0	514,0
<i>bisher</i>	---	492,0	513,5	---
EBIT	39,0	23,5	11,2	14,9
<i>bisher</i>	36,1	27,3	28,1	---
Jahresüb.	31,7	17,4	8,1	11,4
<i>bisher</i>	28,5	22,9	23,8	---
Erg./Akte	0,34	0,19	0,09	0,12
<i>bisher</i>	0,31	0,25	0,26	---
Dividende	0,06	0,06	0,06	0,06
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	27,8	50,6	108,4	77,2
Div.rendite	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Akte und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26
 Fax: 0211 / 17 93 74 - 44
t.renner@gsc-research.de

Ein kräftiges Plus resultierte aus dem Bereich der TV-Vermarktung. Hier kletterten die Umsätze um 34,2 Prozent auf 167,3 (122,3) Mio. Euro. Im Bereich der nationalen TV-Vermarktung gab es einen Anstieg auf 98,1 (88,0) Mio. Euro. Dagegen explodierten die Erlöse der internationalen TV-Vermarktung, was vor allem in der Teilnahme an der Champions League begründet lag. Entsprechend konnten die Umsätze hier auf 68,1 (31,8) Mio. Euro mehr als verdoppelt werden.

Im Bereich Merchandising gelang im letzten Geschäftsjahr ebenfalls eine leichte Umsatzausweitung auf 30,0 (29,5) Mio. Euro. Positiv gestaltete sich auch die Erlösentwicklung im Bereich Conference, Catering, Sonstige. Erfreulich entwickelten sich hierbei das Catering sowie auch die Abstellgebühren für die Nationalspieler. Dies hatte eine Umsatzsteigerung von 25,2 auf 30,5 Mio. Euro zur Folge.

Weitere Fortschritte erzielte Borussia Dortmund ebenfalls bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb. Auch infolge höherer Einnahmen aus Freundschaftsspielen verzeichnete die Gesellschaft hier Erlöse in Höhe von 44,7 Mio. Euro. Vor Jahresfrist hatten sich die Einnahmen aus dem Spielbetrieb auf 42,3 Mio. Euro belaufen.

Durch die steigenden Umsätze in den Bereichen Catering und Merchandising erhöhte sich auch der Materialaufwand auf 21,3 (20,1) Mio. Euro. Einmal mehr legte der Personalaufwand deutlich auf 205,1 (186,7) Mio. Euro zu. Die Aufwendungen für den Lizenzbereich wuchsen dabei im vergangenen Jahr um rund 10 Prozent. Bedingt durch die rückläufigen Transfergeschäfte sanken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen dagegen kräftig von 195,8 auf 154,9 Mio. Euro.

Auf dieser Basis wies Borussia Dortmund ein EBITDA von 116,0 (137,3) Mio. Euro aus. Bei den Abschreibungen kam es zu einem Rückgang auf 92,5 (98,3) Mio. Euro. Davon entfielen 65,9 (66,8) Mio. Euro auf immaterielle Vermögenswerte. Außerplanmäßige Abschreibungen auf beizulegende Zeitwerte schlugen mit 13,8 (20,4) Mio. Euro zu Buche. Aus Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen resultierten 12,8 (11,2) Mio. Euro.

Für das abgelaufene Geschäftsjahr vermeldete Borussia Dortmund ein EBIT von 23,5 Mio. Euro nach 39,0 Mio. Euro vor Jahresfrist. Aufgrund deutlich gesunkener Zinsaufwendungen verbesserte sich das Finanzergebnis auf minus 1,7 (-4,3) Mio. Euro. Nach Steuern verblieb schließlich ein Jahresüberschuss von 17,4 (31,7) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verringerte sich entsprechend von 0,34 auf 0,19 Euro. Daraus wird den Anteilseignern am 25. November 2019 auf der Hauptversammlung die Ausschüttung einer unveränderten Dividende von 0,06 Euro je Aktie vorgeschlagen.

Nach gelungenem Auftakt kommt Motor etwas ins Stottern

Nachdem Borussia Dortmund mit zwei Siegen in die neue Saison gestartet war, lauerte am dritten Spieltag mit der Niederlage bei Union Berlin der erste Rückschlag. Auch an den letzten drei Spieltagen kam die Mannschaft jeweils nicht über ein Unentschieden hinaus, wobei meist kurz vor Spielende der Ausgleich hingenommen werden musste. Dadurch belegt der BVB nach sieben Spieltagen lediglich den 8. Platz mit 12 Punkten. Allerdings lassen auch die vermutlichen Konkurrenten um vordere Plätze Federn, so dass sich der Punkterückstand in engen Grenzen hält.

Im DFB-Pokal erreichte Borussia Dortmund mit einem Auftaktsieg in Uerdingen die zweite Runde, die Ende Oktober ausgespielt wird. Hier darf sich der Club zwar über ein Heimspiel freuen, mit Borussia Mönchengladbach wartet aber durchaus eine schwierige Aufgabe. In der Champions League befindet sich der BVB auf einem guten Weg. Nachdem im ersten Spiel gegen den FC Barcelona trotz deutlichem Chancenplus lediglich ein Unentschieden herausprang, gelang in Prag ein mühsamer Arbeitssieg. Große Bedeutung kommt nun dem nächsten Auswärtsspiel bei Inter Mailand zu.

GSC-Schätzungen sehen weiterhin profitables Geschäft

Auch das vergangene Geschäftsjahr 2018/19 schloss Borussia Dortmund finanziell erfolgreich ab. Mit der sportlichen Qualifikation für die Champions League hat die Mannschaft die Voraussetzungen geschaffen, dass sich diese erfolgreiche Entwicklung auch im laufenden Jahr fortsetzt. So gehen wir in 2019/20 von einem leichten Umsatzplus auf 492,0 Mio. Euro aus, wobei wir etwaige Transfererlöse wieder bewusst vorsichtig angesetzt haben.

Aufgrund steigender Personalaufwendungen erwarten wir bei dieser vorsichtigen Schätzung beim EBIT in etwa eine Halbierung auf 11,2 Mio. Euro. Auch beim Jahresüberschuss nach Steuern prognostizieren wir eine Verringerung um gut 50 Prozent auf 8,1 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie sehen wir entsprechend bei 0,09 Euro, woraus wir eine unveränderte Dividendenausschüttung von 0,06 Euro je Anteilsschein ableiten.

Für 2020/21 gehen wir von einem Umsatzanstieg um 4,5 Prozent auf 514,0 Mio. Euro aus. Auch hier sind Transfererlöse nur vorsichtig berücksichtigt, so dass weiteres Potenzial besteht. Beim EBIT prognostizieren wir einen Zuwachs auf 14,9 Mio. Euro. Das Nachsteuerergebnis erwarten wir mit 11,4 Mio. Euro ebenfalls über dem Vorjahreswert. Angesichts eines geschätzten EPS von 0,12 Euro rechnen wir mit einer gleichbleibenden Ausschüttung von 0,06 Euro je Aktie.

Bewertung und Fazit

Borussia Dortmund konnte auch das vergangene Geschäftsjahr 2018/19 erfolgreich abschließen. Mit der Qualifikation für die Champions League bieten sich auch im Geschäftsjahr 2019/20 beste Voraussetzungen, gute Zahlen zu erwirtschaften. Im Vorgriff auf die jetzige Saison hat das Management aber noch einmal deutlich in den Kader investiert. Für Mats Hummels, Nico Schulz, Thorgan Hazard und Julian Brandt flossen über 100 Mio. Euro an Ablöse. Allerdings hat sich Borussia Dortmund damit auch weitgehend die Dienste von Spielern gesichert, die sicher noch Entwicklungspotenzial aufweisen.

Sportlich läuft es derzeit jedoch noch nicht so rund. Mit lediglich 6 Punkten aus den vergangenen fünf Bundesligaspielen kann man keineswegs zufrieden sein, zumal nun in den kommenden vier Wochen mehr als bedeutsame Spiele auf die Mannschaft warten. Hier muss sich zeigen, ob Borussia Dortmund tatsächlich den hochgesteckten Zielen gerecht werden kann.

Auch wenn derzeit sportlich nicht alles nach Plan läuft, sollte der Kader aber im Laufe der Saison die Qualität ausspielen können, um sich zumindest erneut für die finanziell bedeutsame Champions League zu qualifizieren. Da aktuell auch die Konkurrenz in der Bundesliga schwächelt, hat man trotz der verhaltenen Ergebnisse zumindest noch keinen entscheidenden Boden im Hinblick auf das Meisterschaftsrennen eingebüßt.

Personell verfügt Borussia Dortmund über einen entwicklungsfähigen Kader mit vielen jungen Spielern. Diese stehen vor allem bei den Spielen in der Champions League im Rampenlicht, was sich auch positiv auf die jeweiligen Marktwerte auswirken kann. Bei Erfolgen in der Champions League sind zudem deutlich höhere Einnahmen möglich.

Sehr positiv gestalten sich auch die Erlöse aus der TV-Vermarktung. Daraus kann Borussia Dortmund in den kommenden Jahren höhere Einnahmen generieren. Die Transfererlöse, die wir bisher nur defensiv in unsere Schätzungen haben einfließen lassen, beinhalten ebenfalls großes Potenzial. Speziell die Vielzahl junger talentierter Spieler könnte hier noch für positive Überraschungen sorgen.

Die jedes Jahr steigenden Ablösesummen beeinflussen immer stärker die Unternehmenskennzahlen. Entsprechend sind die Schätzungen und Prognosen mit größeren Unsicherheiten verbunden. Allerdings eröffnen die hohen Ablösesummen auch zusätzliche Chancen, zumal der BVB über viele junge talentierte Spieler verfügt. Angesichts dessen halten wir die Entwicklung für Borussia Dortmund eher für vorteilhaft.

Die Internetseite www.transfermarkt.de veranschlagt den Wert des BVB-Kaders aktuell auf gut 640 Mio. Euro. Neben der reinen Spielerbetrachtung gewinnt aber auch der Markenwert von Borussia Dortmund zunehmend an Bedeutung. Auch wenn derzeit noch nicht alles rund läuft, sind wir auf mittlere Sicht für die sportliche Entwicklung von Borussia Dortmund positiv gestimmt. Auch im laufenden Jahr sollte mit diesem Kader zumindest die Qualifikation für die Champions League gelingen. Angesichts der bestehenden Perspektiven bekräftigen wir unser Kursziel von 10,00 Euro, senken jedoch aufgrund der Kurssteigerung seit unserer letzten Analyse unser Rating von „Kaufen“ auf „Halten“.

Gewinn- und Verlustrechnung

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2016/17		2017/18		2018/19		2019/20e		2020/21e	
Umsatzerlöse	405,7	99,0%	536,0	99,3%	489,5	98,4%	492,0	98,9%	514,0	98,9%
Veränderung zum Vorjahr			32,1%		-8,7%		0,5%		4,5%	
Sonstige betriebliche Erträge	4,2	1,0%	3,9	0,7%	7,7	1,6%	5,4	1,1%	5,8	1,1%
Veränderung zum Vorjahr			-8,3%		99,0%		-30,3%		7,4%	
Gesamtleistung	409,9	100,0%	539,9	100,0%	497,3	100,0%	497,4	100,0%	519,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			31,7%		-7,9%		0,0%		4,5%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	177,9	43,4%	186,7	34,6%	205,1	41,2%	216,9	43,6%	225,5	43,4%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		9,8%		5,8%		4,0%	
Materialaufwand / Sonst. betr. Aufwendg.	157,9	38,5%	215,9	40,0%	176,2	35,4%	181,3	36,4%	192,4	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			36,7%		-18,4%		2,9%		6,1%	
EBITDA	74,1	18,1%	137,3	25,4%	116,0	23,3%	99,2	19,9%	101,9	19,6%
Veränderung zum Vorjahr			85,4%		-15,5%		-14,5%		2,7%	
Abschreibungen	63,4	15,5%	98,3	18,2%	92,5	18,6%	88,0	17,7%	87,0	16,7%
Veränderung zum Vorjahr			55,1%		-5,9%		-4,8%		-1,1%	
EBIT	10,7	2,6%	39,0	7,2%	23,5	4,7%	11,2	2,3%	14,9	2,9%
Veränderung zum Vorjahr			265,7%		-39,7%		-52,3%		33,0%	
Finanzergebnis	-1,5	-0,4%	-4,3	-0,8%	-1,7	-0,3%	-1,3	-0,3%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-180,9%		60,9%		23,2%		23,1%	
Ergebnis vor Steuern	9,1	2,2%	34,7	6,4%	21,8	4,4%	9,9	2,0%	13,9	2,7%
Steuerquote	10,0%		8,5%		20,3%		18,0%		18,0%	
Ertragssteuern	0,9	0,2%	2,9	0,5%	4,4	0,9%	1,8	0,4%	2,5	0,5%
Jahresüberschuss	8,2	2,0%	31,7	5,9%	17,4	3,5%	8,1	1,6%	11,4	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			286,2%		-45,1%		-53,3%		40,4%	
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	8,2	2,0%	31,7	5,9%	17,4	3,5%	8,1	1,6%	11,4	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			286,2%		-45,1%		-53,3%		40,4%	
Anzahl der Aktien	92,000		92,000		92,000		92,000		92,000	
Gewinn je Aktie	0,09		0,34		0,19		0,09		0,12	

Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	14,78%
Herr Bernd Geske	9,33%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Puma SE	5,00%
Management	9,34%
Streubesitz	50,59%

Termine

Finanztermine:

14.11.2019	Zahlen erstes Quartal 2019/20 (01.07.-30.09.2019)
25.11.2019	Ordentliche Hauptversammlung in Dortmund

Spieltermine:

Bundesliga Hinrunde Saison 2019/20 (Auszug):

19.10.2019	Borussia Dortmund – Borussia Mönchengladbach	(8. Spieltag)
26.10.2019	FC Schalke 04 – Borussia Dortmund	(9. Spieltag)
02.11.2019	Borussia Dortmund – VfL Wolfsburg	(10. Spieltag)
09.11.2019	FC Bayern München – Borussia Dortmund	(11. Spieltag)
22.11.2019	Borussia Dortmund – SC Paderborn 07	(12. Spieltag)
30.11.2019	Hertha BSC – Borussia Dortmund	(13. Spieltag)
07.12.2019	Borussia Dortmund – Fortuna Düsseldorf	(14. Spieltag)
14.12.2019	1. FSV Mainz 05 – Borussia Dortmund	(15. Spieltag)
17.12.2019	Borussia Dortmund – RB Leipzig	(16. Spieltag)
20.12.2019	TSG 1899 Hoffenheim – Borussia Dortmund	(17. Spieltag)

Champions League

23.10.2019	Inter Mailand – Borussia Dortmund
05.11.2019	Borussia Dortmund – Inter Mailand
27.11.2019	FC Barcelona – Borussia Dortmund
10.12.2019	Borussia Dortmund – Slavia Prag

DFB-Pokal

30.10.2019	Borussia Dortmund – Borussia Mönchengladbach
------------	--

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
Email: 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
16.05.2019	8,43 €	Kaufen	10,00 €
30.10.2018	9,40 €	Halten	10,00 €
12.04.2018	5,14 €	Kaufen	7,50 €
05.12.2017	5,95 €	Kaufen	7,50 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	43,8%
Halten	48,5%	56,2%
Verkaufen	1,5%	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 Umplatizierung 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.