

Akt. Kurs(16.05.2019, 11:57 Uhr, Xetra): 8,43 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – 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.

Anlagekriterien

Nach drei Quartalen in 2018/19 weiter deutlich in der Gewinnzone

In den ersten neun Monaten (01.07.2018-31.03.2019) des laufenden Geschäftsjahres 2018/19 erwirtschaftete Borussia Dortmund einen Umsatz von 409,2 Mio. Euro. Vor Jahresfrist hatte die Gesellschaft noch Erlöse von 455,3 Mio. Euro ausgewiesen. Der Umsatzrückgang ist vor allem auf geringere Transfererlöse zurückzuführen. Im Vorjahresvergleichszeitraum hatte die Gesellschaft Transferumsätze von 208,9 Mio. Euro erzielt. In den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres beliefen sich die Transfererlöse auf 111,9 Mio. Euro. Transferbereinigt konnte Borussia Dortmund den Umsatz dagegen deutlich ausweiten.

Bei den Werbeerlösen kam es zu einem leichten Anstieg auf 69,5 (Vj. 67,6) Mio. Euro. Hier machten sich höhere Prämienausschüttungen und steigende Einnahmen im Rahmen der internationalen Vermarktung bemerkbar. Ein deutliches Wachstum resultierte aus der TV-Vermarktung. Innerhalb eines Jahres kamen die dortigen Umsatzerlöse von 98,7 Mio. Euro auf 141,5 Mio. Euro voran. Der Zuwachs resultierte dabei weitgehend aus einer höheren Ausschüttung im Rahmen der internationalen TV-Vermarktung.

Im Bereich Merchandising zeigte sich im bisherigen Jahresverlauf keine große Umsatzveränderung. Mit 24,4 Mio. Euro blieben die Erlöse leicht hinter dem Vorjahresniveau von 24,9 Mio. Euro zurück. Sehr erfreulich gestaltete sich die Entwicklung im Bereich Conference, Catering, Sonstige. Hierbei spielten auch höhere Abstellgebühren für Nationalspieler eine unterstützende Rolle. So erhöhten sich die Umsätze in diesem Bereich von 18,7 auf 22,7 Mio. Euro.

Weitere Fortschritte erzielte Borussia Dortmund ebenfalls bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb. Auch infolge höherer Einnahmen aus Freundschaftsspielen verzeichnete die Gesellschaft Erlöse aus dem Spielbetrieb in Höhe von 39,3 Mio. Euro. Im gleichen Zeitraum des Vorjahres hatten sich die Einnahmen auf 36,6 Mio. Euro belaufen.

Auf der Kostenseite lag der Materialaufwand mit 17,0 Mio. Euro nur geringfügig über dem Vorjahresniveau von 16,5 Mio. Euro. Dagegen stiegen die Personalaufwendungen weiter deutlich an. Diese legten um rund 10 Prozent auf 153,3 (139,3) Mio. Euro zu. Bedingt durch einen geringeren Aufwand aus Transfergeschäften sanken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen dagegen deutlich von 174,1 auf 138,6 Mio. Euro.

Aufgrund der geringeren Transfererlöse verringerte sich das EBITDA von 128,5 auf 105,2 Mio. Euro. Nach Abschreibungen von 52,0 (53,5) Mio. Euro wies Borussia Dortmund ein EBIT von 53,2 Mio. Euro aus. Im Vorjahr hatte im gleichen Zeitraum ein EBIT von 75,0 Mio. Euro in den Büchern gestanden. Nach Zinsen und Steuern verblieb schließlich ein Periodenüberschuss von 46,1 (61,6) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verringerte sich dabei entsprechend von 0,67 auf 0,50 Euro.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	10,29 €	5,30 €
Aktueller Kurs:	8,43 €	
Aktienzahl ges.:	92.000.000	
Streubesitz:	50,6%	
Marktkapitalis.:	775,6 Mio. €	



Kennzahlen

	16/17	17/18	18/19e	19/20e
Umsatz	405,7	536,0	492,0	513,5
<i>bisher</i>	---	---	447,3	475,8
EBIT	10,7	36,1	27,3	28,1
<i>bisher</i>	---	---	13,7	21,1
Jahresüb.	8,2	28,5	22,9	23,8
<i>bisher</i>	---	---	10,1	16,2
Erg./Aktie	0,09	0,31	0,25	0,26
<i>bisher</i>	---	---	0,11	0,18
Dividende	0,06	0,06	0,06	0,06
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	94,5	27,2	33,9	32,5
Div.rendite	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

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

Sportlich spannend bis zum Schluss

Im DFB-Pokal schied Borussia Dortmund im Achtelfinale gegen Werder Bremen im Elfmeterschießen vor heimischer Kulisse aus. Auch in der Champions League kam im Achtelfinale gegen Tottenham Hotspur das Aus. Dagegen bleibt es in der Bundesliga spannend bis zum letzten Spieltag, an dem erst die Entscheidung über die Deutsche Meisterschaft fallen wird.

Dabei ist Borussia Dortmund jedoch auf fremde Schützenhilfe angewiesen. Chancen auf den Titel bestehen nur, wenn Eintracht Frankfurt das Spiel in München gewinnt und der BVB gleichzeitig sein Gastspiel bei der benachbarten Borussia in Mönchengladbach erfolgreich gestaltet. Ansonsten darf Borussia Dortmund die Vizemeisterschaft und damit verbunden den Einzug in die nächstjährige Champions-League-Saison feiern.

GSC-Schätzungen sehen weiterhin profitables Geschäft

Nicht nur sportlich, auch finanziell lieferte Borussia Dortmund in der laufenden Saison eine gute Performance ab, auch wenn die Zahlen nicht ganz an das Vorjahresniveau anknüpfen konnten. Nach den jetzt vorliegenden Neunmonatszahlen erwarten wir im Geschäftsjahr 2018/19 einen Rückgang beim Umsatz um 8,2 Prozent auf 492,0 Mio. Euro.

Beim EBIT heben wir unsere bisherige Schätzung infolge des Pulisic-Transfers deutlich auf 27,3 Mio. Euro an. Auch beim Jahresüberschuss nach Steuern gehen wir jetzt nur noch von einer Verminderung in Höhe von 19,6 Prozent auf 22,9 Mio. Euro aus. Bei einem erwarteten Ergebnis je Aktie von 0,25 Euro prognostizieren wir eine gleichbleibende Dividendenausschüttung von 0,06 Euro je Anteilschein.

In 2019/20 schätzen wir ein Umsatzplus von 4,4 Prozent auf 513,5 Mio. Euro. Zusätzliches Potenzial ergibt sich hierbei durch mögliche attraktive Transfers, wobei wir hier bewusst einen relativ defensiven Prognoseansatz verfolgen. Das EBIT sehen wir auf dieser Basis leicht auf 28,1 Mio. Euro zulegen. Beim Jahresüberschuss nach Steuern erwarten wir einen Zuwachs von 4,2 Prozent auf 23,8 Mio. Euro. Trotz eines geschätzten weiteren Anstiegs beim Ergebnis je Aktie auf 0,26 Euro halten wir eine unveränderte Dividendenzahlung von 0,06 Euro je Anteilschein für wahrscheinlich.

Bewertung und Fazit

Borussia Dortmund agiert auch in dieser Saison finanziell erfolgreich. Auch sportlich bietet sich noch die Chance auf den ganz großen Wurf, allerdings ist die Mannschaft des BVB dabei auf fremde Schützenhilfe angewiesen. Immerhin geht es für Frankfurt auch noch um die Qualifikation zur kommenden Champions League.

Unabhängig vom Spielausgang am Wochenende ist Borussia Dortmund sicher für die Champions League in der kommenden Saison qualifiziert. Dies garantiert auf der einen Seite erneut hohe Einnahmen und andererseits stehen die Spieler dort noch stärker im Rampenlicht, was sich positiv auf deren Marktwerte auswirken kann.

Personell verfügt Borussia Dortmund über einen entwicklungsfähigen Kader mit vielen jungen Spielern. Zwar wird mit Christian Pulisic einer der Jungen den Verein Richtung England verlassen, dafür scheinen aber Thorgan Hazard von Borussia Mönchengladbach und Nico Schulz von der TSG Hoffenheim im Anflug nach Dortmund zu sein.

Sehr positiv gestalten sich auch die Einnahmen 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 immensen Ablösesummen bei den Transfers beeinflussen die Prognosen zunehmend. Entsprechend sind diese Schätzungen mit immer mehr Unsicherheiten verbunden. Allerdings erachten wir diese Entwicklung von der finanziellen Seite her gesehen eher als positiv für Borussia Dortmund. Die Internetseite www.transfermarkt.de veranschlagt den Wert des BVB-Kaders aktuell auf gut 600 Mio. Euro. Daneben gewinnt der generelle Markenwert von Borussia Dortmund zunehmend an Bedeutung.

Angesichts der sportlichen Entwicklung und des interessanten Kaders sind wir auch für die kommenden Jahre positiv für Borussia Dortmund gestimmt. In den letzten Wochen entwickelte sich der Aktienkurs eher verhalten, speziell der sportlich unbefriedigende Jahresauftakt führte zu einem deutlichen Kursrückgang. Angesichts der vorhandenen Perspektiven bekräftigen wir unser Kursziel von 10,00 Euro, erhöhen nach dem jüngsten Kursrückgang jedoch unsere Empfehlung für die BVB-Aktie von „Halten“ auf „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2015/16		2016/17		2017/18		2018/19e		2019/20e	
Umsatzerlöse	376,3	99,1%	405,7	99,0%	536,0	99,3%	492,0	98,9%	513,5	98,9%
Veränderung zum Vorjahr			7,8%		32,1%		-8,2%		4,4%	
Sonstige betriebliche Erträge	3,5	0,9%	4,2	1,0%	3,9	0,7%	5,4	1,1%	5,8	1,1%
Veränderung zum Vorjahr			21,0%		-8,3%		38,7%		7,4%	
Gesamtleistung	379,8	100,0%	409,9	100,0%	539,9	100,0%	497,4	100,0%	519,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			7,9%		31,7%		-7,9%		4,4%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	140,2	36,9%	177,9	43,4%	186,7	34,6%	208,8	42,0%	219,8	42,3%
Veränderung zum Vorjahr			26,9%		4,9%		11,8%		5,3%	
Materialaufwand / Sonst. betr. Aufwendg.	152,9	40,3%	157,9	38,5%	226,6	42,0%	190,3	38,3%	198,4	38,2%
Veränderung zum Vorjahr			3,3%		43,5%		-16,0%		4,3%	
EBITDA	86,7	22,8%	74,1	18,1%	126,6	23,5%	98,3	19,8%	101,1	19,5%
Veränderung zum Vorjahr			-14,5%		71,0%		-22,4%		2,8%	
Abschreibungen	50,2	13,2%	63,4	15,5%	90,6	16,8%	71,0	14,3%	73,0	14,1%
Veränderung zum Vorjahr			26,2%		42,8%		-21,6%		2,8%	
EBIT	36,4	9,6%	10,7	2,6%	36,1	6,7%	27,3	5,5%	28,1	5,4%
Veränderung zum Vorjahr			-70,7%		238,5%		-24,3%		2,9%	
Finanzergebnis	-2,1	-0,6%	-1,5	-0,4%	-4,3	-0,8%	-1,3	-0,3%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			26,6%		-180,9%		69,9%		23,1%	
Ergebnis vor Steuern	34,3	9,0%	9,1	2,2%	31,8	5,9%	26,0	5,2%	27,1	5,2%
Steuerquote	14,3%		10,0%		10,4%		12,0%		12,0%	
Ertragssteuern	4,9	1,3%	0,9	0,2%	3,3	0,6%	3,1	0,6%	3,3	0,6%
Jahresüberschuss	29,4	7,8%	8,2	2,0%	28,5	5,3%	22,9	4,6%	23,8	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			-72,1%		246,7%		-19,6%		4,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,2		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	29,2	7,7%	8,2	2,0%	28,5	5,3%	22,9	4,6%	23,8	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			-71,9%		246,7%		-19,6%		4,2%	
Anzahl der Aktien	92,000		92,000		92,000		92,000		92,000	
Gewinn je Aktie	0,32		0,09		0,31		0,25		0,26	

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:

25.11.2019 Ordentliche Hauptversammlung

Spieltermine:

Bundesliga Rückrunde Saison 2018/19:

18.05.2019 Borussia Mönchengladbach – Borussia Dortmund (34. Spieltag)

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 - 2745
Fax: +49 (0) 231 / 9020 - 85746
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 „Kaufem“ 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
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 31.03.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,5%	60,0%
Halten	47,0%	40,0%
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 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.