

Akt. Kurs (15.10.13, 09:04 Uhr, Xetra): 3,71 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **4,50 (3,80) 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
Kurs 12 Mon.:	3,83 €	2,43 €
Aktueller Kurs:	3,71 €	
Aktienzahl ges.:	61.425.000	
Streubesitz:	81,1%	
Marktkapitalis.:	227,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Herausragendes Ergebnis im Geschäftsjahr 2012/13

Nicht nur in sportlicher Hinsicht, sondern vor allem auch unter finanziellen Gesichtspunkten blickt Borussia Dortmund auf ein besonders erfolgreiches Geschäftsjahr 2012/13 (bis 30.6.) zurück. Zwar blieb der Verein in der letzten Saison titellos, mit der Vizemeisterschaft und dem Erreichen des Champions-League-Endspiels wurden die Erwartungen aber trotzdem übererfüllt. Zusammen mit dem Verkauf von Mario Götze bescherte dies Borussia Dortmund ein Rekordergebnis.

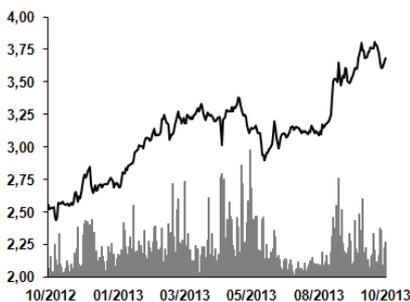
Die Erfolge in der Champions League sowie vereinnahmte Ablösesummen führten hauptsächlich zu dem kräftigen Umsatzanstieg von 41,7 Prozent auf den neuen Rekordwert von 305,0 (Vj. 215,2) Mio. Euro. Zu diesem Wachstum haben im letzten Jahr sämtliche Bereiche beigetragen.

Bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb erzielte Borussia Dortmund einen Zuwachs von 42,7 Prozent auf 44,8 (31,4) Mio. Euro. Angesichts einer unverändert fast 100-prozentigen Auslastung des Stadions stiegen die Umsätze aus dem Bundesligakartenverkauf nur leicht auf 25,6 (24,5) Mio. Euro. Deutliche Zuwächse verzeichnete der Ticketverkauf aus der Champions League. Die sechs Heimspiele und der Anteil aus dem Finale ließen die Erlöse hier auf 16,2 Mio. Euro ansteigen, im Vorjahr lagen sie lediglich bei 4,4 Mio. Euro. Aus dem DFB-Pokal flossen Borussia Dortmund 2,4 (1,9) Mio. Euro zu.

Im Bereich der Werbeumsätze kam es zu einem Anstieg von 57,8 auf 69,3 Mio. Euro. Die Erhöhung resultierte hauptsächlich aus dem neuen Ausrüstervertrag mit PUMA, der Gewinnung weiterer Partner und dem Ausbau um neun Logen. Zudem beinhalten die Werbeerlöse auch Prämien für das Erreichen des Finales der Champions League und die Vizemeisterschaft.

Der größte Umsatzposten mit 87,6 (60,4) Mio. Euro stammte aus der TV-Vermarktung. Auf nationaler Ebene verzeichnete Borussia Dortmund einen Anstieg auf 29,7 (27,9) Mio. Euro. Eine höhere Ausschüttung aus dem TV-Vertrag und ein verbesserter UEFA-Koeffizient waren hierfür die Hauptgründe. Der Erfolg in der Champions League schlug sich massiv in den Erlösen aus der internationalen Vermarktung nieder. Standen im Vorjahr nach dem Ausscheiden in der Gruppenphase 25,6 Mio. Euro zu Buche, so konnten die Umsätze im Geschäftsjahr 2012/13 mit 55,4 Mio. Euro mehr als verdoppelt werden. Hinzu kamen dann noch Erlöse aus der TV-Vermarktung des DFB-Pokals in Höhe von 2,5 (6,9) Mio. Euro.

Ebenfalls eine Verdoppelung gelang im Bereich der Transfererlöse. Hierzu trug vor allem die Abgabe von Mario Götze an Bayern München bei. Daneben erfolgten die Verkäufe von Perisic, Bittencourt, Löwe, Santana und Ginczek, so dass sich die Transfererlöse auf 51,6 (26,1) Mio. Euro summierten. Erfreulich gestaltete sich auch die Entwicklung im Bereich Merchandising, Catering,



Kennzahlen (KGaA)

	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Umsatz	215	305	251	257
<i>bisher</i>	---	250	---	---
EBIT	41,4	65,1	24,3	29,0
<i>bisher</i>	---	40,8	38,0	---
Jahresüb.	27,4	50,8	14,0	17,6
<i>bisher</i>	---	28,0	26,0	---
Erg./Aktie	0,45	0,83	0,23	0,29
<i>bisher</i>	---	0,46	0,42	---
Dividende	0,06	0,10	0,06	0,06
<i>bisher</i>	---	0,06	---	---
KGV	8,3	4,5	16,2	12,9
Div.rendite	1,6%	2,7%	1,6%	1,6%

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

Lizenzen und Sonstiges. Der dortige Umsatzanstieg um 9 auf 48,5 Mio. Euro resultierte vor allem aus dem hohen Absatz an Trikots. Aus der Abstellung von Nationalspielern vereinnahmte Borussia Dortmund 3,2 (Vj. 3,9) Mio. Euro.

Hauptsächlich hervorgerufen durch den höheren Trikotverkauf stieg der Materialaufwand von 12,5 auf 17,5 Mio. Euro. Wesentlich höher fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr der Personalaufwand aus. Dieser kletterte von 79,9 auf 106,2 Mio. Euro, was weitgehend auf gestiegene Ausgaben im Lizenzspielerbereich zurückzuführen war. Entsprechend entfiel auf diesen Bereich mit 87,7 (65,0) Mio. Euro der Löwenanteil. Als Ergebnis des Erfolgs erhöhten sich vor allem die variablen Anteile bei den Personalaufwendungen.

Bei den Abschreibungen kam es im letzten Jahr zu einem erneuten Anstieg auf 22,4 (18,6) Mio. Euro. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stellten mit 96,6 (70,5) Mio. Euro ebenfalls einen bedeutenden Kostenblock dar. Zu diesem Anstieg trugen im Wesentlichen Reparaturmaßnahmen im Signal Iduna Park, die Teilnahme an der Champions League, der höhere Aufwand für Werbung sowie Buchwertabgänge bei.

Daraus resultierend wies Borussia Dortmund für das vergangene Geschäftsjahr ein EBIT von 65,1 (41,4) Mio. Euro aus. Nach einem Finanzergebnis von minus 5,1 (-4,8) Mio. Euro und Steuern belief sich der Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter auf 50,8 (27,4) Mio. Euro. So kletterte auch das Ergebnis je Aktie von 0,45 auf 0,83 Euro. Angesichts dieses Erfolgs plant die Gesellschaft eine Anhebung der Dividendenausschüttung von 0,06 auf 0,10 Euro je Aktie.

Starkes Sponsoring-Interesse

Als neuer Sponsoring-Partner kam die aufstrebende Fluggesellschaft Turkish Airlines an Bord, mit der die Mannschaft erstmals zum damaligen Champions-League-Finale anreisen konnte. Daneben wurde die noch bis 2015 laufende Partnerschaft mit Brinkhoff's No.1 vorzeitig um fünf Jahre bis 2020 verlängert. Ebenfalls neu als Sponsor gewann Borussia Dortmund den Mobilfunkanbieter Lebara Germany Limited.

Nahezu perfekter Saisonauftakt

Besonders nach dem Abgang von Mario Götze und dem daraus entstehenden Mittelzufluss verstärkte Borussia Dortmund die Transferaktivitäten. Als Neuverpflichtungen standen schließlich Henrikh Mkhitaryan, Pierre-Emerick Aubameyang, Sokratis Papastathopoulos und Marian Sarr zu Buche.

Sportlich startete der BVB mit dem Sieg im DFL-Supercup gegen Bayern München erfolgreich in die Saison. In der Bundesliga gelang Dortmund nach sieben Spielen mit sechs Siegen und einem Unentschieden der beste Saisonstart der Vereinsgeschichte. Trotz deutlicher Überlegenheit quittierte die Mannschaft danach gegen Borussia Mönchengladbach die erste Saisonniederlage.

Auch im DFB-Pokal erreichte das Team nach zwei Siegen das Achtelfinale und trifft dort nun auf den einzig verbliebenen Drittligisten Saarbrücken. Lediglich der Start in die Champions League lief mit der Niederlage in Neapel nicht nach Plan. Mit dem deutlichen Heimsieg gegen Marseille befindet sich Borussia Dortmund nun aber wieder auf einem guten Weg, sich in der erneut sehr starken Gruppe für die KO-Phase zu qualifizieren.

GSC-Schätzungen leicht angepasst

Für das laufende Geschäftsjahr 2013/14 (bis 30.6.) erwarten wir unverändert einen Umsatz von 251 Mio. Euro. Dies bedeutet gegenüber dem vergangenen Jahr einen deutlichen Rückgang um über 50 Mio. Euro. Allerdings berücksichtigen wir in unserer Schätzung die Transfererlöse nur in sehr geringem Umfang, da diese unserer Meinung nach nicht seriös prognostizierbar sind. Das Überstehen der Gruppenphase in der Champions League ist jedoch in unseren Planungen impliziert.

Das EBIT nehmen wir gegenüber unserer ursprünglichen Prognose von 38,0 Mio. Euro deutlich auf 24,3 Mio. Euro zurück. Dieser Rückgang resultiert allerdings fast ausschließlich aus deutlich höheren Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Erwerb neuer Spieler und somit aus einem nicht liquiditätswirksamen Vorgang. Die aus den Transferaktivitäten entstehenden Abschreibungen korrelieren stark mit den erzielten Transfererlösen und sind somit ebenfalls nur schwer schätzbar.

Angesichts dessen sehen wir den Jahresüberschuss nun bei 14 (bisher 26) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,23 (0,42) Euro entspricht. Unter Zugrundelegung einer konstanten Ausschüttungsquote gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einer Rückkehr zu der vor dem Rekordjahr 2012/13 gezahlten Dividende von 0,06 Euro aus.

Im kommenden Jahr 2014/15 prognostizieren wir dann einen leichten Umsatzanstieg um 2,4 Prozent auf 257 Mio. Euro. Auf der Ergebnisseite rechnen wir mit einem EBIT von 29 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter von 17,6 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie erwarten wir entsprechend bei 0,29 Euro. Die Dividende sehen wir weiterhin bei 0,06 Euro.

Fazit

Borussia Dortmund hat vor allem aus finanzieller Sicht ein hervorragendes Geschäftsjahr hinter sich. Auch wenn die Zahlen im laufenden Jahr nicht an den Erfolg anknüpfen können werden, so rechnen wir doch erneut mit einem erfolgreichen Abschneiden. Im bisherigen Saisonverlauf hat die Mannschaft die Voraussetzungen dafür geschaffen. In der Champions League sind die Aussichten gut, auch in diesem Jahr die Gruppenphase zu überwinden. Beim DFB-Pokal sollte, ohne gegenüber der Saarbrücker Mannschaft überheblich klingen zu wollen, der Einzug ins Viertelfinale gelingen.

In der Bundesliga ist Borussia Dortmund trotz der ersten Niederlage weiter sehr aussichtsreich im Rennen. Nach acht Spieltagen zeichnet sich hier bereits wieder ein Klassenunterschied ab. Bayern München, Borussia Dortmund und Bayer Leverkusen haben sich bereits leicht vom übrigen Feld abgesetzt und sollten damit auch die größten Favoriten für die erneute Qualifikation zur Champions League im kommenden Jahr darstellen.

Mit der erneuten Qualifikation für die „Fleischtöpfe“ der Champions League sind die Voraussetzungen für ein erneut positives Zahlenwerk gegeben. Unser gesenkter Gewinnausblick ist lediglich auf buchungstechnische Vorgaben bei den Abschreibungen auf den Buchwert der Spieler zurückzuführen. Wie bereits im Vorjahr haben wir Transfers nicht in größerem Ausmaß in unseren Planungen berücksichtigt, diese Position bietet also auch in den Folgejahren auf der Ergebnisseite ein Upside-Potenzial.

Die Erfolge der letzten Jahre und die Weiterentwicklung der Spieler haben den Marktwert des BVB deutlich nach vorne gebracht. Die Internetseite www.transfermarkt.de sieht den Wert der Mannschaft derzeit bei 288 Mio. Euro. Die vergangenen Spiele haben gezeigt, dass Borussia Dortmund auch weiterhin talentierte junge Spieler aus den eigenen Reihen nach vorne bringt.

Der Kurs der BVB-Aktie hat mittlerweile fast unser bisheriges vorsichtiges Kursziel erreicht. In Summe sind wir weiterhin positiv für die Entwicklung bei Borussia Dortmund gestimmt. Vor diesem Hintergrund erhöhen wir das Kursziel der Aktie von Borussia Dortmund nunmehr auf 4,50 Euro und bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

Gewinn- und Verlustrechnung

Borussia Dortmund KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2010/11		2011/12		2012/13		2013/14e		2014/15e	
Umsatzerlöse	151,5	97,2%	215,2	96,6%	305,0	99,1%	251,0	97,7%	257,0	97,7%
Veränderung zum Vorjahr			42,1%		41,7%		-17,7%		2,4%	
Sonst. Betriebliche Erträge	4,3	2,8%	7,6	3,4%	2,8	0,9%	6,0	2,3%	6,0	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			76,3%		-63,2%		114,3%		0,0%	
Gesamtleistung	155,8	100,0%	222,8	100,0%	307,8	100,0%	257,0	100,0%	263,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			43,0%		38,2%		-16,5%		2,3%	
Verwaltungskosten (Personalaufw.)	61,5	39,5%	79,9	35,9%	106,2	34,5%	99,0	38,5%	102,0	38,8%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		32,9%		-6,8%		3,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	61,8	39,7%	82,9	37,2%	114,1	37,1%	101,2	39,4%	99,0	37,6%
Veränderung zum Vorjahr			34,1%		37,6%		-11,3%		-2,2%	
EBITDA	32,5	20,8%	60,0	26,9%	87,5	28,4%	56,8	22,1%	62,0	23,6%
Veränderung zum Vorjahr			84,9%		45,8%		-35,1%		9,2%	
Abschreibungen	17,5	11,3%	18,6	8,3%	22,4	7,3%	32,5	12,6%	33,0	12,5%
EBIT	14,9	9,6%	41,4	18,6%	65,1	21,2%	24,3	9,5%	29,0	11,0%
Veränderung zum Vorjahr			177,5%		57,2%		-62,7%		19,3%	
Finanzergebnis	-5,4	-3,5%	-4,8	-2,2%	-5,1	-1,7%	-4,8	-1,9%	-4,8	-1,8%
Veränderung zum Vorjahr			11,3%		-6,3%		5,9%		0,0%	
a.o. Ergebnis	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	9,5	6,1%	36,6	16,4%	60,0	19,5%	19,5	7,6%	24,2	9,2%
Veränderung zum Vorjahr			284,9%		63,9%		-67,5%		24,1%	
Steuern	4,1	2,6%	9,1	4,1%	8,8	2,9%	5,1	2,0%	6,3	2,4%
Steuerquote	43,1%		24,9%		14,7%		26,0%		26,0%	
Jahresüberschuss	5,4	3,5%	27,5	12,3%	51,2	16,6%	14,4	5,6%	17,9	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			408,3%		86,2%		-71,8%		24,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,1		0,4		0,4		0,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,3	3,4%	27,4	12,3%	50,8	16,5%	14,0	5,5%	17,6	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			415,0%		85,4%		-72,4%		25,5%	
Anzahl der Aktien	61,425		61,425		61,425		61,425		61,425	
Gewinn je Aktie	0,09		0,45		0,83		0,23		0,29	

Aktionärsstruktur

Herr Bernd Geske	11,71%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	7,24%
Streubesitz	81,05%

Termine

Finanztermine:

13. November 2013	Zahlen 1. Quartal 2013/14
25. November 2013	Ordentliche Hauptversammlung in Dortmund

Spieltermine Bundesliga Hinrunde Saison 2013/14 (Auszug):

19.10.2013	Borussia Dortmund – Hannover 96	(09. Spieltag)
26.10.2013	FC Schalke 04 – Borussia Dortmund	(10. Spieltag)
01.11.2013	Borussia Dortmund – VfB Stuttgart	(11. Spieltag)
09.11.2013	VfL Wolfsburg – Borussia Dortmund	(12. Spieltag)
23.11.2013	Borussia Dortmund – FC Bayern München	(13. Spieltag)
30.11.2013	FSV Mainz 05 – Borussia Dortmund	(14. Spieltag)
07.12.2013	Borussia Dortmund – Bayer 04 Leverkusen	(15. Spieltag)
14.12.2013	TSG 1899 Hoffenheim – Borussia Dortmund	(16. Spieltag)
21.12.2013	Borussia Dortmund – Herta BSC	(17. Spieltag)
– Saison bis 22.12.2013 (17. Spieltag) –		

Kontaktadresse

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

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

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
08.03.2013	3,27 €	Kaufen	3,80 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2013):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,5%	47,1%
Halten	50,0%	52,9%
Verkaufen	4,5%	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. 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), 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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf, verantwortlich.