

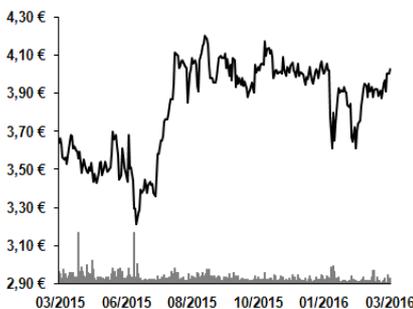
Akt. Kurs (21.03.16, 15:47 Uhr, Xetra): 4,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **4,80 (4,80) EUR**

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.:	4,22 €	3,12 €
Aktueller Kurs:	4,00 €	
Aktienzahl ges.:	92.000.000	
Streubesitz:	60,5%	
Marktkapitalis.:	368,0 Mio. €	



Anlagekriterien

Sportlich weiter auf Erfolgskurs

Nach der ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2015/16 (bis 30.06.) liegt Borussia Dortmund vor allem sportlich, aber auch finanziell gut im Rennen. In der Bundesliga etablierte sich der Verein eindeutig als zweite Kraft. Nach dem torlosen Unentschieden gegen Bayern München liegt man weiterhin 5 Punkte hinter dem Rekordmeister, aber bereits 20 Punkte vor dem Vierten, so dass sieben Spieltage vor dem Saisonende Borussia Dortmund die Qualifikation zur nächstjährigen Champions League kaum noch zu nehmen ist.

Und auch in der UEFA Europa League mischt das Team unverändert mit. Nach der problemlosen Qualifikation gegen Porto für die Runde der letzten 16 konnte nun mit Tottenham Hotspur eine anspruchsvolle Aufgabe problemlos bewältigt werden. Mit Liverpool wartet jetzt im Viertelfinale der nächste englische Gegner auf Borussia Dortmund. Im DFB-Pokal steht die Mannschaft im Halbfinale und besitzt gute Chancen, im Spiel gegen Hertha BSC Berlin ins Finale einzuziehen.

Kennzahlen (KGaA)

	13/14	14/15	15/16e	16/17e
Umsatz	260,7	276,0	295,3	306,0
<i>bisher</i>	---	---	286,2	298,4
EBIT	18,5	13,2	6,1	11,5
<i>bisher</i>	---	---	5,8	---
Jahresüb.	11,7	5,3	3,6	7,9
<i>bisher</i>	---	---	3,3	---
Erg./Aktie	0,19	0,06	0,04	0,09
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,10	0,05	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	21,1	70,1	102,6	46,7
Div.rendite	2,5%	1,3%	1,3%	1,3%

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

Transfererlöse treiben Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2015/16

Im ersten Halbjahr 2015/16 (01.07.-31.12.15) erwirtschaftete Borussia Dortmund einen Umsatz von 168,1 Mio. Euro nach 150,3 Mio. Euro vor Jahresfrist. Dies bedeutete einen Anstieg von 11,9 Prozent. Bis auf die Erlöse aus der TV-Vermarktung konnte Borussia Dortmund dabei erfreulicherweise in sämtlichen Bereichen zulegen. Bedingt durch die zusätzlichen Heimspiele in der Qualifikation zur UEFA Europa League und die Freundschaftsspiele auf der Asienreise erhöhten sich die Erlöse aus dem Spielbetrieb von 19,8 auf 23,5 Mio. Euro.

Auch bei den Werbeerlösen kam der Verein vor allem durch die Vermarktung der Asienreise und die Bandenwerbung in der Qualifikation zur Europa League voran. Hinzu kamen noch Prämien für die Qualifikation bis hin zur Zwischenrunde. Entsprechend stiegen hier die Umsätze auf 40,0 (Vj. 37,5) Mio. Euro. Dagegen musste Borussia Dortmund aufgrund der geringeren Vermarktungsentgelte in der Europa League im laufenden Jahr bei der TV-Vermarktung einen Rückgang von 51,2 auf 42,2 Mio. Euro hinnehmen. Immerhin verzeichnete man in diesem Bereich höhere Entgelte aus der gestiegenen Ausschüttung des Auslandstopfes der nationalen TV-Vermarktung.

Beim Merchandising erreichte die Gesellschaft eine weitere leichte Zunahme auf 24,4 (23,9) Mio. Euro. Auch der Bereich Conference, Catering, Sonstige steuerte mit 13,3 (12,4) Mio. Euro einen höheren Umsatz bei. Zu einem deutlichen Sprung kam es bei den Erlösen aus Transfersgeschäften. Aus dem Verkauf von Kevin Kampl, Kevin Großkreutz und Jonas Hofmann sowie den Ausleihungen von Jakub Blaszczykowski und Ciro Immobile resultierte hier ein Anstieg von 5,6 auf 24,7 Mio. Euro.

Auf der Kostenseite erhöhte sich der Materialaufwand von 12,0 auf 14,5 Mio. Euro. Einen deutlichen Zuwachs verzeichneten auch die Personalaufwendungen, die im ersten Halbjahr von 56,6 auf 66,1 Mio. Euro zulegten. Schließlich fielen auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 64,0 Mio. Euro rund 10 Mio. Euro höher als vor Jahresfrist aus.

Nach diesen Aufwendungen verblieb ein EBITDA von 25,5 Mio. Euro. Im Vorjahresvergleichszeitraum hatte Borussia Dortmund ein EBITDA von 30,7 Mio. Euro erwirtschaftet. Ebenfalls kräftig erhöhten sich die Abschreibungen auf 29,4 (Vj. 20,6) Mio. Euro. Allerdings ist der Anstieg weitgehend auf eine Sonderabschreibung bei Ciro Immobile auf den beizulegenden Zeitwert in Höhe von 7,5 Mio. Euro zurückzuführen.

Als Folge der höheren Abschreibungen sank das EBIT von 10,1 auf minus 3,9 Mio. Euro. Nach der Ablösung der Darlehen fiel das Finanzergebnis mit minus 0,6 (-6,5) Mio. Euro deutlich besser aus. Unter dem Strich verblieb schließlich ein Periodenfehlbetrag von 4,7 Mio. Euro nach plus 3,7 Mio. Euro im Vorjahr. Entsprechend verschlechterte sich das Ergebnis je Aktie von 0,04 auf minus 0,05 Euro.

GSC-Schätzungen angepasst

Angesichts der Zahlen für das erste Halbjahr und der weiterhin sportlich sehr erfolgreichen Entwicklung haben wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr 2015/16 noch einmal angepasst. Wir rechnen nun mit einem Umsatzanstieg von 7,0 Prozent auf 295,3 Mio. Euro. Vor allem aufgrund deutlich höherer Abschreibungen inklusive der Sonderabschreibung auf Ciro Immobile sehen wir beim EBIT einen deutlichen Rückgang auf 6,1 Mio. Euro, liegen damit aber jetzt über unserer bisherigen Prognose von 5,8 Mio. Euro. Beim Jahresergebnis gehen wir nunmehr von einem Überschuss von 3,6 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,04 Euro aus. Angesichts der erfreulichen sportlichen Entwicklung erwarten wir nun höhere Prämien und zusätzliche Einnahmen als Folge weiterer Spiele. Vor dem Hintergrund der insgesamt guten wirtschaftlichen Daten können wir uns eine Beibehaltung der Dividende in Höhe von 0,05 Euro je Aktie gut vorstellen.

Im Folgejahr 2016/17 prognostizieren wir einen weiteren Umsatzzuwachs um 3,6 Prozent auf 306,0 Mio. Euro. Hier haben wir höhere Einnahmen in Folge der fast sicheren Teilnahme an der Champions League unterstellt. Zusätzliches Umsatzpotenzial resultiert unseres Erachtens auch aus etwaigen größeren Transfers. Für das EBIT sind wir weiterhin sehr zuversichtlich gestimmt und rechnen annähernd mit einer Verdopplung auf 11,5 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss erwarten wir unverändert bei 7,9 Mio. Euro respektive 0,09 Euro je Aktie. Die Dividende sehen wir dabei weiterhin bei 0,05 Euro je Anteilsschein.

Bewertung und Fazit

Sportlich läuft derzeit bei Borussia Dortmund alles nach Plan. Auch finanziell ist der Verein weiterhin äußerst solide aufgestellt. Borussia Dortmund ist derzeit noch in allen drei Wettbewerben im Rennen, wobei die Chancen auf die Meisterschaft nur noch theoretisch scheinen, der zweite Platz und damit die sichere Qualifikation zur Champions League ist der Mannschaft jedoch praktisch nicht mehr zu nehmen. Damit eröffnen sich dem Verein im kommenden Jahr wieder höhere Einnahmemechanen.

In der Europa League qualifizierte sich Borussia Dortmund nach dem klaren Hinspielerfolg locker für das Viertelfinale. Dies muss angesichts der derzeit guten Verfassung der Mannschaft aber noch nicht das Ende des sportlichen Erfolgs sein. Somit ergibt sich auch hier noch weiteres Erlöspotenzial.

Aufgrund der hohen Abschreibungen dürfte der Gewinn im laufenden Geschäftsjahr jedoch noch einmal geringer ausfallen. Positiv bewerten wir aber den Umstand, dass in den wichtigen Bereichen TV-Vermarktung, Handel und Sponsoring mit Blick auf die Zukunft noch weiteres Wachstumspotenzial besteht.

Vor dem Hintergrund der immensen Ablösesummen, die derzeit gezahlt werden, könnte das Thema Transfererlöse in Zukunft bei Borussia Dortmund ebenfalls eine bedeutende Rolle spielen. Auch wenn der Verein aufgrund der soliden finanziellen Ausstattung nicht gezwungen ist, jedes Angebot anzunehmen, eröffnen sich hier doch noch deutliche Potenziale. Ein Blick auf die Internetseite www.transfermarkt.de zeigt, dass dort der Wert des BVB-Kaders derzeit bei gut 315 Mio. Euro gesehen wird.

Trotz der anhaltenden sportlichen Erfolge kam die BVB-Aktie in den letzten Monaten kaum vom Fleck. Dabei sind wir jedoch nicht nur aktuell, sondern auch für die weitere finanzielle Zukunft des Vereins positiv gestimmt. Die vorhandenen Vermögenswerte aus Stadion, Mannschaft und Liquidität übersteigen deutlich die aktuelle Marktkapitalisierung von 368 Mio. Euro. Zudem werden mit der bevorstehenden Qualifikation für die Champions League und der Fußball-Europameisterschaft in Frankreich zahlreiche BVB-Spieler noch stärker in den Fokus rücken. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unser Kursziel von 4,80 Euro und unsere „Kaufen“-Einstufung für die BVB-Aktie.

Gewinn- und Verlustrechnung

Borussia Dortmund KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2012/13		2013/14		2014/15		2015/16e		2016/17e	
Umsatzerlöse	305,0	99,1%	260,7	98,0%	276,0	94,2%	295,3	98,0%	306,0	98,1%
Veränderung zum Vorjahr			-14,5%		5,9%		7,0%		3,6%	
Sonstige betriebliche Erträge	2,8	0,9%	5,2	2,0%	17,0	5,8%	6,0	2,0%	6,0	1,9%
Veränderung zum Vorjahr			87,7%		224,9%		-64,7%		0,0%	
Gesamtleistung	307,8	100,0%	266,0	100,0%	293,0	100,0%	301,3	100,0%	312,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-13,6%		10,2%		2,8%		3,6%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	106,2	34,5%	107,8	40,5%	117,9	40,2%	128,9	42,8%	133,8	42,9%
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		9,4%		9,3%		3,8%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	114,1	37,1%	109,0	41,0%	119,5	40,8%	117,8	39,1%	116,3	37,3%
Veränderung zum Vorjahr			-4,4%		9,6%		-1,4%		-1,3%	
EBITDA	87,5	28,4%	49,1	18,5%	55,6	19,0%	54,6	18,1%	61,9	19,8%
Veränderung zum Vorjahr			-43,9%		13,2%		-1,8%		13,4%	
Abschreibungen	22,4	7,3%	30,7	11,5%	42,4	14,5%	48,5	16,1%	50,4	16,2%
Veränderung zum Vorjahr			36,9%		38,3%		14,3%		3,9%	
EBIT	65,1	21,2%	18,5	6,9%	13,2	4,5%	6,1	2,0%	11,5	3,7%
Veränderung zum Vorjahr			-71,7%		-28,7%		-53,6%		88,5%	
Finanzergebnis	-5,1	-1,7%	-3,9	-1,5%	-7,2	-2,4%	-1,2	-0,4%	-1,2	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			24,0%		-85,4%		83,2%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	60,0	19,5%	14,6	5,5%	6,0	2,0%	4,9	1,6%	10,3	3,3%
Steuerquote	14,7%		18,0%		7,8%		20,5%		20,5%	
Ertragssteuern	8,8	2,9%	2,6	1,0%	0,5	0,2%	1,0	0,3%	2,1	0,7%
Jahresüberschuss	51,2	16,6%	12,0	4,5%	5,5	1,9%	3,9	1,3%	8,2	2,6%
Veränderung zum Vorjahr			-76,6%		-53,8%		-29,6%		110,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,4		0,3		0,3		0,3		0,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	50,8	16,5%	11,7	4,4%	5,3	1,8%	3,6	1,2%	7,9	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			-77,1%		-55,0%		-31,7%		120,0%	
Anzahl der Aktien	61,425		61,425		92,000		92,000		92,000	
Gewinn je Aktie	0,83		0,19		0,06		0,04		0,09	

Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	14,78%
Herr Bernd Geske	8,80%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Puma SE	5,00%
Streubesitz	60,46%

TermineFinanztermine:

13.05.2016 Zahlen 3. Quartal 2015/16 (01.01.-31.03.2016)

Spieltermine:Bundesliga Rückrunde Saison 2015/16:

02.04.2016	Borussia Dortmund – SV Werder Bremen	(28. Spieltag)
10.04.2016	FC Schalke 04 – Borussia Dortmund	(29. Spieltag)
16.04.2016*	Borussia Dortmund – Hamburger SV	(30. Spieltag)
23.04.2016*	VfB Stuttgart – Borussia Dortmund	(31. Spieltag)
30.04.2016*	Borussia Dortmund – VfL Wolfsburg	(32. Spieltag)
07.05.2016	Eintracht Frankfurt – Borussia Dortmund	(33. Spieltag)
14.05.2016	Borussia Dortmund – 1. FC Köln	(34. Spieltag)

*: noch nicht exakt terminiert

UEFA Europa League:

07.04.2016	Borussia Dortmund – Liverpool FC
14.04.2016	Liverpool FC – Borussia Dortmund

DFB-Pokal:

10.04.2016 Hertha BSC Berlin – Borussia Dortmund

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 „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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
15.12.2015	3,99 €	Kaufen	4,80 €
20.04.2015	3,56 €	Kaufen	4,50 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,5%	60,0%
Halten	34,1%	40,0%
Verkaufen	11,4%	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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.