



23. Juni 2008

Kurs (9:01, FFM.): 1,62 €
 aktuelles Kursziel: 1,70 €
 vorheriges Kursziel: 1,60 €

Branche: Fußball/ Medien

Borussia Dortmund ist ein deutscher Fußballverein, der durch eine lange Tradition und eine breite Fanbasis gekennzeichnet ist. Der Verein spielt in der 1. Bundesliga. Wertvollstes Asset ist das Stadion, der SIGNAL IDUNA PARK.

Land: D
 ISIN: DE0005493092
 Bloomberg: BVB

Kurs 52 Wochen

Hoch: 2,30 €
 Tief: 1,21 €
 Marktkap. (in Mio.): 99,5
 Anzahl Aktien (in Mio.): 61,4
 Free-float: 54,2%

	Gewinn/Aktie	KGV
2006/07	0,17 €	---
2007/08e	0,01 €	109,4
2008/09e	0,09 €	19,0
2009/10e	0,12 €	13,0

	Dividende	Rendite
2006/07	0,00 €	---
2007/08e	0,00 €	0,0%
2008/09e	0,00 €	0,0%
2009/10e	0,00 €	0,0%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2006/07	1,3	7,5
2007/08e	1,1	17,3
2008/09e	1,0	9,1
2009/10e	1,0	7,5

Nächster Termin:

Gesamtjahreszahlen 29.9.2008



Sebastian Hein, Analyst
 Telefon: 0211/4952-606
 Fax: 0211/4952-494
 sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Halten (zuvor: Halten)

BORUSSIA DORTMUND VERLÄNGERT VERMARKTUNGSKOOPERATION MIT SPORTFIVE UND BAUT WEITERE VERBINDLICHKEITEN AB

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA hat zuletzt bekannt gegeben, dass der Vertrag mit der Vermarktungsagentur SPORTFIVE bis zum 30.6.2020 verlängert werden soll. SPORTFIVE wird damit weiterhin die Vermarktung bestimmter Werbe- und Medienrechte übernehmen und erhält von Borussia Dortmund Provisionen bzw. Erlösbeteiligungen. Die Gesellschaft erhält dafür von SPORTFIVE Vergütungen in Höhe von insgesamt 50 Mio. €.

Mit diesen Einnahmen sowie durch eine zusätzliche Kreditlinie in Höhe von 20 Mio. € soll im Geschäftsjahr 2007/2008 ein von Morgan Stanley gewährtes Darlehen (ursprüngliche Laufzeit bis 2021) vollständig abgelöst werden. Unter Berücksichtigung der im laufenden Geschäftsjahr bereits erfolgten Regel- und Sondertilgung würden dadurch die Bruttofinanzverbindlichkeiten auf Konzernebene um 59,8 Mio. € auf 69,1 Mio. € abgebaut.

Damit vergrößert die Gesellschaft deutlich die finanziellen Spielräume. Nach Aussagen des Managements sollen diese dazu genutzt werden, die sportliche Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Borussia Dortmund kann angabegemäß ab der kommenden Saison Personalaufwendungen für die Lizenzspielermannschaft in Höhe von mindestens 36 Mio. € aus dem operativen Geschäft finanzieren. Im Geschäftsjahr 2006/2007 betragen die Aufwendungen für den Lizenzspielerkader noch 29,2 Mio. €. Wir rechnen für 2008/2009 mit einem Personalaufwand (einschließlich des Personals abseits des Profikaders) von 42,0 Mio. €.

Unserer Auffassung nach ist es ziel führend, das oben genannte Darlehen zurückzuführen. Hierdurch vergrößern sich die finanziellen Gestaltungsmöglichkeiten für die Gesellschaft. Letztlich kann Borussia Dortmund aber nur maßvolle Steigerungen der Aufwendungen verkraften. Dies betrifft insbesondere den wichtigen Posten Personalaufwand. Hier ist die Gesellschaft einem Zielkonflikt ausgesetzt, da sportliche Wettbewerbsfähigkeit und wirtschaftliche Vernunft in Einklang gebracht werden müssen. Wir gehen davon aus, dass das Management auch weiterhin nachhaltig wirtschaften wird.

Durch den Abschluss des Sponsorenvertrags fällt einer der mittelfristigen Ertragsstreiber weg. Wir hatten bislang damit gerechnet, dass Borussia Dortmund erst zum Geschäftsjahr 2010/2011 einen neuen Vermarktungsvertrag abschließen wird. Verbleibende Ertragspotenziale der Gesellschaft bestehen aus dem neuen TV-Vertrag (ab 2009/2010) sowie dem neu auszuhandelnden Ausrüstervertrag (ebenefalls ab 2009/2010).

SPORTLICHES RESÜMEE DER ABGELAUFENEN SAISON 2007/2008

Das sportliche Resümee der letzten Saison fällt differenziert aus. Während im DFB-Pokal das Finale gegen Bayern München erreicht wurde, schloss die Profimannschaft die Bundesliga-Saison auf Platz 13 ab. Nach der Hinrunde belegte Borussia Dortmund noch Platz 10, so dass in der Rückrunde die angestrebte Verbesserung des Tabellenplatzes nicht erreicht werden konnte. Trotz dieser Platzierung wird der Verein in der nächsten Saison am UEFA-Cup teilnehmen, da die Finalteilnahme im DFB-Pokal hierzu berechtigt (Bayern München als Pokalsieger und Deutscher Meister nimmt bereits an der Champions League teil). Trotz der durchwachsenen Bundesligasaison konnte Borussia Dortmund mit einem Zuschauerschnitt von 72.510 den höchsten Wert aller 18 Vereine der Bundesliga erzielen (der Zuschauerschnitt der gesamten 1. Bundesliga lag bei 39.435).

Nach dem Saisonende hat Trainer Thomas Doll seinen Rücktritt angeboten. Dieser wurde von den BVB-Verantwortlichen angenommen. Am 23. Mai hat Borussia Dortmund Jürgen Klopp als Nachfolger vorgestellt. Herr Klopp hat einen Vertrag für zwei Jahre unterschrieben, beide Seiten besitzen eine Option auf Verlängerung der Zusammenarbeit um weitere zwölf Monate. Die neue sportliche Leitung kann mit einigen Neuzugängen für die kommende Saison rechnen. Mittlerweile steht fest, dass der Profikader mit Tamás Hajnal, Felipe Santana, Neven Subotic, Patrick Owomoyela, Bayram Sadrijaj und Nuri Sahin verstärkt wird. Nuri Sahin war an Feyenoord Rotterdam ausgeliehen und kehrt zur kommenden Saison nach Dortmund zurück. Den Verein verlassen Stephen Pienaar, Phillip Degen, Alexander Bade und Christian Wörns. Solange die Transferaktivitäten nicht abgeschlossen sind, beziehen wir Transfererlöse für die kommende Saison nicht in unsere Kalkulation ein.

FAZIT

Wir haben unsere Gewinnschätzungen angepasst. Durch die Teilnahme am internationalen Geschäft ergeben sich höhere Umsätze und Ergebnisse in 2008/2009. In unseren Berechnungen legen wir das Erreichen der Gruppenphase zugrunde. Wir haben unser DCF-Modell angepasst und gelangen nunmehr zu einem Kursziel von 1,70 €. Der Wert wird von uns unverändert mit dem Anlageurteil Halten eingestuft. Folgende Punkte sollte man unseres Erachtens bei dieser Aktie im Blick haben:

- + die Entschuldung der Gesellschaft wird durch die Ablösung des o.g. Kredits maßgeblich vorangetrieben
- + der Trainerwechsel sorgt für Phantasie in sportlicher und letztlich damit auch in wirtschaftlicher Hinsicht
- + Borussia Dortmund hat sich, entgegen unseres zuletzt dargestellten Basisszenarios, für einen europäischen Wettbewerb qualifizieren können
- + neuer TV-Vertrag und neuer Ausrüstervertrag stellen Ergebnispotenziale dar
- Personalkosten steigen tendenziell und belasten das Ergebnis der Gesellschaft
- durch den Vertrag mit SPORTFIVE entfällt ein mittelfristiger Ergebnistreiber
- enttäuschende Platzierung in der abgelaufenen Saison zeigt aktuellen sportlichen Nachholbedarf im Vergleich zu den Top-Teams auf
- Downside-Risiko bei Nicht-Erreichen der Gruppenphase im UEFA-Cup

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Borussia Dortmund GmbH & Co. KgaA										
in T€	2005/06		2006/07		2007/08e		2008/09e		2009/10e	
Umsatzerlöse	83,3	100,0%	90,9	100,0%	98,8	100,0%	105,3	100,0%	109,2	103,7%
Veränderung zum Vorjahr	12,6%		9,2%		8,6%		6,6%		3,7%	
Sonstige betriebliche Erträge	6,8	8,1%	8,7	9,6%	3,0	3,0%	3,0	2,8%	3,2	3,0%
Veränderung zum Vorjahr	46,8%		29,2%		-65,6%		0,0%		6,7%	
Bruttoergebnis	90,0	108,1%	99,7	109,6%	101,8	103,0%	108,3	102,8%	112,4	106,7%
Veränderung zum Vorjahr	14,6%		10,7%		2,1%		6,4%		3,8%	
Personalaufwand	37,3	44,8%	34,3	37,7%	39,5	40,0%	42,0	39,9%	44,0	40,3%
Veränderung zum Vorjahr	-18,7%		-8,2%		15,3%		6,3%		4,8%	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-57,0	-68,4%	-42,7	-47,0%	-47,0	-47,6%	-45,0	-42,7%	-44,0	-41,8%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
EBITDA	-4,3	-5,1%	22,7	24,9%	15,3	15,5%	21,3	20,2%	24,4	23,2%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-32,5%		39,2%		14,6%	
Abschreibungen	7,7	9,2%	6,9	7,6%	9,0	9,1%	9,5	9,0%	10,0	9,5%
Veränderung zum Vorjahr	-59,9%		-10,7%		30,8%		5,6%		5,3%	
Betriebsergebnis (EBIT)	-12,0	-14,4%	15,8	17,4%	6,3	6,4%	11,8	11,2%	14,4	13,7%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-60,1%		87,3%		22,0%	
Finanzergebnis	-1,0	-1,2%	-5,5	-6,0%	-5,0	-5,1%	-4,3	-4,1%	-3,5	-3,3%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Beteiligungsergebnis	0,1	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Außerordentliches Ergebnis	10,2	12,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		---		---		---	
Ergebnis vor Steuern	-2,8	-3,3%	10,3	11,3%	1,3	1,3%	7,5	7,1%	10,9	10,4%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-87,4%		476,9%		45,3%	
Steuern	1,2	1,4%	0,1	0,1%	0,4	0,4%	2,3	2,1%	3,3	3,1%
Veränderung zum Vorjahr	---		-90,8%		267,9%		476,9%		45,3%	
Steuerquote	---		---		30,0%		30,0%		30,0%	
Jahresüberschuss	-3,9	-4,7%	10,2	11,2%	0,9	0,9%	5,3	5,0%	7,6	7,2%
Veränderung zum Vorjahr	---		---		-91,1%		476,9%		45,3%	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	43,9		61,4		61,4		61,4		61,4	
Gewinn je Aktie (in €)	-0,09		0,17		0,01		0,09		0,12	

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben ist, beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
12.3.2008	1,55 €	Halten	1,60 €

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (Stand: 1.4.2008):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	56,3%	100,0%
Halten	33,1%	0,0%
Verkaufen	8,1%	0,0%
under Review	2,5%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren.

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

- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
- Innerhalb der letzten zwölf Monate haben das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.
- Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.
- Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter des Bankhaus Lampe und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
- Das Bankhaus Lampe und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
- Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
- Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person vom Bankhaus Lampe erstellt worden.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die die Bankhaus Lampe KG als zuverlässig erachtet. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle Meinungen und Bewertungen geben die aktuelle Einschätzung des Researchanalysten / der Researchanalysten, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union (ausgenommen Großbritannien) sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht. 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. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Bankhaus Lampe KG.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

23. Juni 2008
 Sebastian Hein, Analyst
 Tel.: 0211/4952-606 Fax: -494
 sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

AKTIEN-SALES

Justin Barnebeck
Fon + 49 (0)211 4952-753
justin.barnebeck@bankhaus-lampe.de

Axel Frein
Fon + 49 (0)211 4952-955
axel.frein@bankhaus-lampe.de

André Gollmer
Fon + 49 (0)211 4952-751
andre.gollmer@bankhaus-lampe.de

Ulrich Klingmüller, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-784
ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

Peter Lohren
Fon + 49 (0)211 4952-782
peter.lohren@bankhaus-lampe.de

Oliver Marx
Fon + 49 (0)211 4952-178
oliver.marx@bankhaus-lampe.de

Elmar Peters
Fon + 49 (0)211 4952-640
elmar.peters@bankhaus-lampe.de

Carla dos Santos Reichert
Fon + 49 (0)211 4952-786
carla.reichert@bankhaus-lampe.de

AKTIEN-SALES TRADING

Matthias Rolke
Fon + 49 (0)211 4952-755
matthias.rolke@bankhaus-lampe.de

RESEARCH

Marc Gabriel, CIIA, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-313
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Sebastian Hein
Fon + 49 (0)211 4952-606
sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Leslie Iltgen, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-289
leslie.iltgen@bankhaus-lampe.de

Frank Neumann
Fon + 49 (0)211 4952-637
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Fon + 49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Gordon Schönell
Fon + 49 (0)211 4952-455
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

TEAMASSISTENZ

Nicole Juskowiak
Fon + 49 (0)211 4952-607
nicole.juskowiak@bankhaus-lampe.de

research@bankhaus-lampe.de
Fon + 49(0)211 4952-494

**Bankhaus Lampe**

FÜR WENIGE BESONDERES LEISTEN.

BERLIN

Postfach 12 06 53
D-10596 Berlin
Carmerstraße 13
D-10623 Berlin

Fon + 49 (0)30 319002-0
Fax + 49 (0)30 319002-324

BIELEFELD

Postfach 10 03 91
D-33503 Bielefeld
Alter Markt 3
D-33602 Bielefeld

Fon + 49 (0)521 582-0
Fax + 49 (0)521 175178

DRESDEN

Käthe-Kollwitz-Ufer 82
D-01309 Dresden

Fon + 49 (0)351 208715-10
Fax + 49 (0)351 208715-29

DÜSSELDORF

Postfach 10 14 42
D-40005 Düsseldorf
Jägerhofstraße 10
D-40479 Düsseldorf

Fon + 49 (0)211 4952-0
Fax + 49 (0)211 4912-202

FRANKFURT/MAIN

Postfach 10 08 35
D-60008 Frankfurt/Main
Freiherr-vom-Stein-Straße 65
D-60323 Frankfurt/Main

Fon + 49 (0)69 97119-0
Fax + 49 (0)69 97119-119

HAMBURG

Postfach 10 04 04
D-20003 Hamburg
Ballindamm 11
D-20095 Hamburg

Fon + 49 (0)40 302904-0
Fax + 49 (0)40 302904-18

MÜNCHEN

Postfach 10 09 31
D-80083 München
Brienner Straße 29
D-80333 München

Fon + 49 (0)89 29035-600
Fax + 49 (0)89 29035-799

MÜNSTER

Domplatz 41
D-48143 Münster

Fon + 49 (0)251 41833-0
Fax + 49 (0)251 41833-50

OSNABRÜCK

Heger-Tor-Wall 24
D-49078 Osnabrück

Fon + 49 (0)541 580537-0
Fax + 49 (0)541 580537-99

STUTTGART

Büchsenstraße 10
D - 70173 Stuttgart

Fon + 49 (0)711 933008-10
Fax + 49 (0)711 933008-99

**ATLANTIC VERMÖGENS-
VERWALTUNGSBANK**

Othmarstraße 8
CH-8008 Zürich

Fon + 41 (0)44 26658-88
Fax + 41 (0)44 26658-97

www.bankhaus-lampe.de
info@bankhaus-lampe.de



Bankhaus Lampe

FOR FEW, SPECIAL SERVICES.