



26.01.09 14:16
 HALTEN (zuvor: HALTEN)
 akt. Kurs (ETR): 1,07 €
 aktuelles Kursziel: 1,10 €
 vorheriges Kursziel: 1,70 €

Branche: Freizeit und Unterhaltung

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

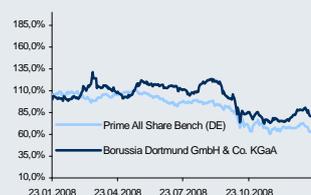
Hoch: 1,80 €
Tief: 0,99 €
Marktkap. (in Mio. €): 65,7
Anzahl Aktien (in Mio.): 61,4
Free-float: 54,2%

	Gewinn/Aktie	KGV
2007/2008	0,02 €	---
2008/2009e	0,01 €	hoch
2009/2010e	0,02 €	48,7
2010/2011e	0,01 €	hoch

	Dividende	Rendite
2007/2008	0,00 €	---
2008/2009e	0,00 €	0,0%
2009/2010e	0,00 €	0,0%
2010/2011e	0,00 €	0,0%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2007/2008	1,1	17,4
2008/2009e	0,9	17,2
2009/2010e	0,9	14,6
2010/2011e	0,8	17,6

Nächster Termin:
Halbjahresergebnis 28.2.2009



Sebastian Hein, Analyst
 Telefon: (+49) 211/4952-606
 Fax: (+49) 211/4952-494
 sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Halten (zuvor: Halten)

GESELLSCHAFT WEITERHIN AUF SOLIDEM WIRTSCHAFTLICHEN KURS

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/2008 sowie im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres leichte Gewinne erwirtschaften, so dass das Fundament für nachhaltiges Wachstum gelegt wurde. Während für das operative Geschäft keine Fremdmittel mehr benötigt werden, bleibt das Stadion noch langfristig belastet. Vor dem Hintergrund der Finanzkrise sicherte man sich mit den zuletzt bekannt gegebenen Vertragsverlängerungen attraktive Konditionen. Die Sponsoring-Verträge mit Evonik und dem SIGNAL IDUNA PARK konnten bis 2011 bzw. 2016 verlängert werden, wobei der Evonik-Vertrag nunmehr in stärkerem Maße leistungsbezogen ausgestaltet ist. Darüber hinaus stellten die Beendigung des Vertrages mit goal.de und die Ausdehnung der Vermarktungskoooperation mit Sportfive bis 2020 wichtige Meilensteine dar. Die frei gewordenen Mittel dienen der Ablöse des Morgan Stanley-Darlehens über 79,2 Mio. €. In den letzten zwei Jahren konnten insgesamt Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 122,4 Mio. € abgebaut werden. Durch die Entschuldung und die Freigabe von Sicherheiten konnte man deutlich vergrößerte Handlungsspielräume für Investitionen erzeugen.

Im Dezember letzten Jahres konnte die DFL den Abschluss eines neuen TV-Vertrags bekannt geben. Nachdem das Angebot des Kirch-Unternehmens Sirius durch das Bundeskartellamt unterbunden wurde, wurden die Medienrechte an Premiere, ARD, ZDF, DSF und die Deutsche Telekom vergeben. Während Sirius 500 Mio. € p.a. (3 Mrd. € für 6 Spielzeiten) geboten hatte, erzielte die DFL nun eine durchschnittliche Erhöhung von 405 Mio. € auf 412 Mio. € pro Jahr. Somit haben die deutschen Vereine weiterhin einen erheblichen Wettbewerbsnachteil im europäischen Vergleich, insbesondere zur englischen Premier League (ca. 3 Mrd. € aus in- und ausländischen Rechten für die letzten 3 Spielzeiten). Bei der nationalen Verteilung der TV-Gelder rechnen wir für Borussia Dortmund mit einem Erlös von 20,3 Mio. € in 2008/2009.

Wesentliche Treiber für die zukünftigen Cash-Flows der Gesellschaft werden neben einer möglichen Verbesserung bzw. Verschlechterung in der Verteilungsrangliste, die den TV-Geldern zugrunde liegt, vor allem der Erfolg im DFB-Pokal sowie die Qualifizierung für einen internationalen Wettbewerb sein.

ANLAGEURTEIL HALTEN BESTÄTIGT

Das Management hat seine kommunizierten Vorhaben erfüllen können. Sportlich gesehen weist die Mannschaft eine verbesserte Konstanz gegenüber der vergangenen Saison auf. Allerdings herrscht in der Bundesliga momentan ein hoher Konkurrenzkampf, so dass die Qualifikation für das internationale Geschäft schwer kalkulierbar ist.

Wir haben unsere Gewinnschätzungen nach dem Nichterreichen der UEFA-Cup Gruppenphase angepasst. Unsere Berechnungen haben wir defensiv ausgerichtet und somit das zukünftige Nichterreichen des internationalen Wettbewerbs zugrunde gelegt. Deshalb ergeben sich Upside-Chancen für die Gewinnreihen bei einem erfolgreicherem sportlichen Abschneiden. Wir gehen auch ohne das internationale Geschäft für die kommenden drei Geschäftsjahre von einer „schwarzen Null“ aus. Gleichzeitig ist anzumerken, dass die Gewinnreihen der für Fußballvereine typischen Unsicherheit unterliegen.

Nach Anpassung unseres DCF-Modells erhalten wir ein Kursziel von 1,10 €, so dass wir unser Anlageurteil Halten bestätigen.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG

Die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2007/2008 und des ersten Quartals 2008/09 sahen im Einzelnen wie folgt aus: Der Umsatz von Borussia Dortmund auf KGaA-Ebene konnte im vergangenen Jahr auf 99,9 Mio. € gesteigert werden (Vj.: 90,9 Mio. €). Das EBIT sank im Jahresvergleich, wesentlich bedingt durch Einmaleffekte im Zusammenhang mit der FIFA Fußball-Weltmeisterschaft, auf GmbH-Ebene um 60% auf 6,3 Mio. €. Unter dem Strich ergab sich 2007/08 ein Jahresüberschuss von 1,1 Mio. € (Vj.: 10,3 Mio. €).

Im ersten Quartal stieg der Umsatz auf Konzernebene um 31,7% (von 25,3 Mio. € auf 33,2 Mio. €) gegenüber dem Vorjahresniveau. Das operative Ergebnis konnte im Quartalsvergleich auf Konzernebene von -0,7 Mio. € auf 1,9 Mio. € verbessert werden. Im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2008/09 konnte ein positives Ergebnis von 0,5 Mio. € auf Konzernebene generiert werden (Vj.: -3,6 Mio. €).

NACHHALTIGES WIRTSCHAFTEN IM EINKLANG MIT SPORTLICHERM ERFOLG

Obwohl die Sanierung des Unternehmens abgeschlossen ist, muss die Geschäftsführung mit limitierten Budgets wirtschaften, so dass die operativen Ausgaben begrenzt werden müssen. Mittelfristig ist daher die erfolgreiche Teilnahme an internationalen Wettbewerben notwendig, um sich sportlich zu etablieren und signifikante Cash-flows zu erwirtschaften. Die Transferpolitik ist dahingehend ausgerichtet, ein positives Transferergebnis zu erwirtschaften. So konnte die Gesellschaft mit dem Zidan-Petric-Transfer eine gute Marge generieren. Rechnet man die beiden Transfers zusammen, erhielt Borussia Dortmund rund 4,5 Mio. €. Kalkuliert man mit einer Ablöse für Zidan von 5 Mio. €, wäre der Marktwert von Petric innerhalb eines Jahres von 3,5 Mio. € auf 9,5 Mio. € gestiegen. In der Winterpause konnten zuletzt Diego Klimowicz, Giovanni Federico und Marc-André Kruska transferiert werden. Borussia Dortmund verfolgt die Strategie, die sportliche Substanz des Kaders zu erhöhen, um langfristig Werte zu schaffen und mittelfristig wieder zu den führenden Clubs der Bundesliga zu gehören. Die Wertschöpfung ist im Geschäftsmodell verankert, wobei der Nachwuchsarbeit eine wichtige Rolle zugemessen wird. Nuri Sahin und Marcel Schmelzer sind Beispiele aus der jüngsten Vergangenheit, die diese Philosophie widerspiegeln. Die Spieler Tamás Hajnal und Neven Subotic sind zudem Beispiele für gestiegene Marktwerte innerhalb des Kaders.

Der BVB-Aktie fehlt weiterhin im Gegensatz zu ausländischen Klubs die Übernahmephantasia aufgrund der 50+1-Regel. Wir gehen davon aus, dass diese Regelung auch in naher Zukunft nicht von der DFL aufgehoben wird. Nach Aussagen der Geschäftsführung würde selbst bei einem Wegfall der Regelung eine Umwandlung der Rechtsform für die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA nicht in Frage kommen.

SPORTLICHES RESÜMEE DER BUNDESLIGA-HINRUNDE 2008/09

Nachdem in der vergangenen Spielzeit lediglich der 13. Tabellenplatz erreicht wurde und man in der laufenden Saison in der ersten Runde des UEFA-Cup vor der finanziell lukrativen Gruppenphase ausschied, fällt die sportliche Bilanz der Bundesligahinrunde 08/09 für Borussia Dortmund positiver aus. Vor allem eine Verbesserung des Defensivverhaltens (19 Gegentreffer in 17 Spielen im Vergleich zu 30 Gegentreffern nach 17 Spieltagen der Saison 07/08) und eine verbesserte Konstanz (zusammen mit Bayern München der einzige Verein mit erst zwei Niederlagen) sind zu erkennen. Die Philosophie einer jungen Mannschaft mit einer Beimischung an erfahrenen Führungsspielern konnte bislang von Herrn Klopp erfolgreich umgesetzt werden und sorgte neben dem sechsten Tabellenplatz mit 29 Punkten (Vj.: Platz 10 mit 21 Punkten) vor allem für eine anhaltend hohe Identifikation seitens der Fans. Dies bestätigt auch ein leichter Anstieg der, ohnehin bereits hohen, durchschnittlichen Zuschauerzahl von 72.510 in der letzten Saison auf 72.934 während der ersten 17 Spieltage der aktuellen Spielzeit. Hierbei führt der Verein weiterhin das Bundesligaranking an (Durchschnitt: 40.880). Aktuell liegt der Verein knapp hinter den zur UEFA-Cup Teilnahme berechtigenden Plätzen 4 und 5 auf Tabellenplatz 6, einem UI-Cup Platz. Durch eine erfolgreiche Hinrunde wurden die Chancen auf die Teilnahme an einem internationalen Wettbewerb gewahrt. Die Tatsache, dass der Punkteabstand zu einem Champions League-Qualifikationsplatz, aber auch zum 10. Platz, jeweils 4 Punkte betragen, zeigt sowohl das Potenzial als auch das Risiko des Vereins im Hinblick auf die Platzierung zum Saisonende.

BEWERTUNG

Um eine Bewertung zum Unternehmen zu erhalten, wenden wir unser DCF-Modell an. Dieses ist wie folgt spezifiziert:

Annahmen			
Risikoloser Zins	3,20%	Steuerquote	31,60%
Beta	0,60	steuerlich abzugsfähiger Teil	2,00%
Marktprämie	6,81%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,34%
Eigenkapitalkosten	7,28%	Quote Fremdkapital	50,00%
Eigenkapitalquote (Zielstruktur)	50,00%	Anteil Fremdkapitalkosten	2,17%
Anteil Eigenkapitalkosten	3,64%	WACC nach Steuern	5,81%
Fremdkapitalkosten	6,34%	Cash-flow-Wachstum in der TV-Phase	1,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA - DCF-Modell						
in Mio. €	2009/2010e	2010/2011e	2011/2012e	2012/2013e	2013/2014e	TV
Freier Cash-flow	5,9	-0,1	2,0	3,5	4,5	4,5
Abzinsungszeitraum in Jahren	1,4	2,4	3,4	4,4	5,4	5,4
WACC	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%	5,81%
Cash-flow-Wachstum in der TV-Phase						1,0%
Terminal Value						94,5
Barwertfaktor	0,92	0,87	0,82	0,78	0,74	0,74
Barwert:	5,4	0,0	1,6	2,7	3,3	69,6
Summe Barwerte						82,6
Minderheitenanteile						0,0
Nettofinanzverbindlichkeiten						14,8
Unternehmenswert						67,8
Anzahl der Aktien (in Mio.)						61,4
Fairer Wert je Aktie (in €)						1,10

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Sensitivität DCF-Modell		Cash-flow-Wachstum in der TV-Phase			
Beta	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
0,2	1,20	1,40	1,60	1,90	2,30
0,4	1,00	1,10	1,30	1,50	1,70
0,6	0,90	0,90	1,10	1,20	1,40
0,8	0,70	0,80	0,90	1,00	1,10
1,0	0,60	0,70	0,70	0,80	0,90

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Unser DCF-Modell kommt auf einen fairen Wert je Aktie von 1,10 €, wobei dieser Wert abhängig von der Spezifikation des Modells stark variieren kann.

In unserer Peer-Group zu Borussia Dortmund befinden sich folgende Werte:

AS Roma, Besiktas Futbol Yat., Birmingham City plc, Brøndby IF, FC Porto, Galatasaray AS, Juventus Football Club SpA, Millwall Holdings plc, Parken Sport & Entertainment A/S, Preston North End plc, Sheffield United plc, Southampton Leisure Holdings, Sporting Sociedade Desportiva De Futebol, Tottenham Hotspur plc.

Durch einen Peer-Group-Vergleich lassen sich unseres Erachtens nach keine zielführenden Ergebnisse ableiten. Wir nehmen aufgrund der Tatsache, dass es sich bei den Titeln ausschließlich um ausländische Fußballvereine handelt, bei denen keine 50+1-Regel herrscht, von diesem Instrument Abstand.

SWOT-ANALYSE

- + Ablösung des Morgan Stanley-Darlehens durch die Vertragsverlängerung mit Sportfive ermöglicht Handlungsspielräume
- + durch frühzeitige Verlängerung der Sponsoring-Verträge konnten günstige Konditionen erzielt werden
- + die jüngst erzielten leichten Gewinne bestätigen den Abschluss der Restrukturierung und signalisieren einen Turn-around
- + der aktuelle Tabellenplatz sorgt für Phantasie in sportlicher und letztlich damit auch in wirtschaftlicher Sicht
- + eine verbesserte Finanzstruktur lässt eine großzügigere Personalpolitik zu, die für das Potenzial der Mannschaft förderlich sein sollte
- + die breite Fanbasis verschafft dem Verein ein solides Einkommensfundament
- + im deutschen Fußballmarkt sind noch wirtschaftliche Wachstumspotenziale vorhanden
- + solide Finanzausstattung der deutschen Vereine führt in Zeiten der Finanzkrise zu einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich
- + anhaltende Diskussion über die 50+1 Regel birgt Spekulationspotenziale
- Personalkosten steigen tendenziell und belasten das Ergebnis der Gesellschaft
- das Stadion ist noch langfristig belastet
- die Erlöse aus dem Vertrag mit Sportfive sind mit der Ablösung des Darlehens bereits verwendet worden
- neben einer enttäuschenden Platzierung in der abgelaufenen Saison, die den sportlichen Nachholbedarf im Vergleich zu den Top-Teams aufzeigte, herrscht aktuell ein großer Konkurrenzkampf um die internationalen Platzierungen
- durch Ausscheiden im UEFA-Cup gehen Erlöspotenziale verloren
- sportliche und damit einhergehend auch wirtschaftliche Risiken sind permanent gegeben
- eine Dividendenausschüttung ist momentan noch nicht absehbar
- weiterhin Investitionszurückhaltung bei Nebenwerten

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. €	2006/2007		2007/2008		2008/2009e		2009/2010e		2010/2011e	
Umsatz	90,9	100,0%	99,9	100,0%	97,1	100,0%	94,6	100,0%	96,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	9,2%		9,9%		-2,8%		-2,6%		1,8%	
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	8,7	9,6%	8,7	8,7%	8,7	9,0%	8,7	9,2%	8,7	9,0%
Veränderung zum Vorjahr	29,2%		0,1%		-0,3%		0,0%		0,0%	
Gesamtumsatz	99,7	109,6%	108,6	108,7%	105,8	109,0%	103,3	109,2%	105,0	109,0%
Veränderung zum Vorjahr	10,7%		9,0%		-2,6%		-2,4%		1,6%	
Materialaufwand	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Personalaufwand	-34,3	-37,7%	-42,5	-42,5%	-42,2	-43,5%	-41,8	-44,2%	-42,7	-44,3%
Veränderung zum Vorjahr	-8,2%		24,0%		-0,7%		-0,9%		2,2%	
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-42,7	-47,0%	-51,2	-51,3%	-48,0	-49,4%	-44,5	-47,0%	-45,7	-47,5%
Veränderung zum Vorjahr	-25,0%		19,9%		-6,3%		-7,3%		2,7%	
EBITDA	22,7	24,9%	14,9	14,9%	15,6	16,1%	17,0	18,0%	16,6	17,2%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-34,2%		4,5%		9,0%		-2,4%	
Abschreibungen	6,9	7,6%	8,6	8,7%	10,6	10,9%	11,5	12,2%	12,0	12,5%
Veränderung zum Vorjahr	-10,7%		25,6%		22,6%		8,5%		4,3%	
EBITA	15,8	17,4%	6,3	6,3%	5,0	5,1%	5,5	5,8%	4,6	4,8%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-60,3%		-20,4%		10,0%		-16,4%	
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
EBIT	15,8	17,4%	6,3	6,3%	5,0	5,1%	5,5	5,8%	4,6	4,8%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-60,3%		-20,4%		10,0%		-16,4%	
Finanzergebnis	-5,5	-6,1%	-5,1	-5,1%	-4,3	-4,4%	-4,0	-4,2%	-3,6	-3,7%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-8,4%		-15,2%		-7,0%		-10,0%	
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,3	11,3%	1,2	1,2%	0,7	0,7%	1,5	1,6%	1,0	1,0%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-88,2%		-42,2%		>100%		-33,3%	
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
EBT	10,3	11,3%	1,2	1,2%	0,7	0,7%	1,5	1,6%	1,0	1,0%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-88,2%		-42,2%		>100%		-33,3%	
Steuern	0,0	0,0%	-0,1	-0,1%	-0,2	-0,2%	-0,2	-0,2%	-0,2	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr	-99,1%		>100%		14,9%		0,0%		0,0%	
Steuerquote	0,1%		10,8%		21,4%		10,0%		15,0%	
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	10,3	11,3%	1,1	1,1%	0,5	0,6%	1,4	1,4%	0,8	0,9%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-89,5%		-49,1%		>100%		-37,0%	
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Nettogewinn (ber.)	10,3	11,3%	1,1	1,1%	0,5	0,6%	1,4	1,4%	0,8	0,9%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		-89,5%		-49,1%		>100%		-37,0%	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	61,43		61,43		61,43		61,43		61,43	
Ergebnis je Aktie (in €)	0,17		0,02		0,01		0,02		0,01	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Bilanz

Aktiva (in Mio. €)	2006/2007		2007/2008		2008/2009e		2009/2010e		2010/2011e	
Langfristige Vermögensgegenstände	128,6	79,0%	186,0	81,6%	193,2	84,5%	193,0	85,3%	195,0	86,7%
Sachanlagen	30,5	18,7%	30,3	13,3%	30,2	13,2%	30,0	13,3%	30,0	13,3%
Immaterielle Vermögenswerte	15,5	9,5%	16,1	7,1%	23,0	10,1%	23,0	10,2%	25,0	11,1%
Finanzielle Vermögenswerte	82,6	50,7%	139,6	61,2%	140,0	61,2%	140,0	61,9%	140,0	62,2%
sonstige langfristige Vermögenswerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	34,2	21,0%	42,1	18,4%	35,6	15,5%	33,3	14,7%	30,0	13,3%
Vorräte	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%	0,1	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	18,6	11,4%	26,2	11,5%	28,0	12,2%	26,0	11,5%	24,0	10,7%
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	2,1	1,3%	8,0	3,5%	7,4	3,2%	2,0	0,9%	4,0	1,8%
Wertpapiere	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Flüssige Mittel	13,4	8,2%	7,7	3,4%	0,1	0,0%	5,2	2,3%	1,9	0,8%
Summe Aktiva	162,8	100,0%	228,0	100,0%	228,8	100,0%	226,3	100,0%	225,0	100,0%

Passiva (in Mio. €)	2006/2007		2007/2008		2008/2009e		2009/2010e		2010/2011e	
Eigenkapital	100,2	61,6%	101,3	44,4%	101,8	44,5%	103,2	45,6%	104,0	46,2%
Eigenkapital (vor Dritten)	100,2	61,6%	101,3	44,4%	101,8	44,5%	103,2	45,6%	104,0	46,2%
Minderheitenanteile	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Langfristiges Fremdkapital	34,4	21,2%	30,4	13,3%	28,0	12,2%	26,8	11,8%	26,0	11,6%
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Sonstige Rückstellungen	3,1	1,9%	1,9	0,8%	2,0	0,9%	2,0	0,9%	2,0	0,9%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	22,3	13,7%	19,6	8,6%	18,5	8,1%	17,5	7,7%	17,0	7,6%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	9,1	5,6%	8,8	3,9%	7,5	3,3%	7,3	3,2%	7,0	3,1%
Kurzfristiges Fremdkapital	28,1	17,3%	96,4	42,3%	99,0	43,3%	96,3	42,6%	95,0	42,2%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,1	0,7%	2,0	0,9%	2,0	0,9%	2,5	1,1%	0,0	0,0%
kurzfr. Rückstellungen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	4,7	2,9%	10,2	4,5%	11,5	5,0%	8,8	3,9%	10,0	4,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	22,3	13,7%	84,2	36,9%	85,5	37,4%	85,0	37,6%	85,0	37,8%
Summe Passiva	162,8	100,0%	228,0	100,0%	228,8	100,0%	226,3	100,0%	225,0	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Kapitalflussrechnung					
in Mio. €	2006/2007	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Nettogewinn (ber.)	10,3	1,1	0,5	1,4	0,8
Abschreibungen	6,9	8,6	10,6	11,5	12,0
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-2,2	55,6	0,0	0,1	-0,1
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	15,0	65,4	11,2	13,0	12,8
Änderung der Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderung der Forderungen aus LuL	3,7	-6,9	-1,8	2,0	2,0
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-6,8	-4,3	1,3	-2,7	1,2
Änderung des sonstigen Working Capitals	0,0	0,0	1,9	4,9	-2,0
Operativer Cash-flow	11,9	54,2	12,6	17,2	14,0
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-15,9	-4,8	-17,4	-11,3	-14,0
Auszahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	-0,1	-57,5	-0,4	0,0	0,0
Ergebnis aus Anlageabgängen	6,1	4,5	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-9,9	-57,7	-17,8	-11,3	-14,0
Freier Cash-flow	2,0	-3,5	-5,2	5,9	-0,1
Kapitalmaßnahmen	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	-31,7	-2,2	-1,1	-0,5	-3,0
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-2,2	55,6	0,0	0,1	-0,1
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-16,6	-2,2	-2,4	-0,7	-3,3
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-14,6	-5,7	-7,6	5,2	-3,4
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	27,9	13,4	7,7	0,1	5,2
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-14,6	-5,7	-7,6	5,2	-3,4
Liquide Mittel zum Periodenende	13,4	7,7	0,1	5,2	1,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Kennzahlen					
	2006/2007	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Kennzahlen					
Ergebnis je Aktie (in €)	0,17	0,02	0,01	0,02	0,01
Buchwert je Aktie (in €)	1,63	1,65	1,66	1,68	1,69
Freier Cash-flow je Aktie (in €)	0,03	-0,06	-0,08	0,10	0,00
Dividende je Aktie (in €)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	1,3	1,1	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,1	7,3	5,5	4,7	4,9
EV/EBIT	7,4	17,4	17,2	14,6	17,6
Kurs-Gewinn-Verhältnis	10,4	88,2	119,5	48,7	77,3
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6
Kurs-Free-Cash-flow-Verhältnis	53,8	-27,0	-12,6	11,2	-1314,5
Dynamisches KGV	- - -	-69,4	-78,6	-99,1	-1008,5
Dividendenrendite je Aktie	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	24,9%	14,9%	16,1%	18,0%	17,2%
EBIT-Marge	17,4%	6,3%	5,1%	5,8%	4,8%
EBT-Marge	11,3%	1,2%	0,7%	1,6%	1,0%
Nettoumsatzrendite	11,3%	1,1%	0,6%	1,4%	0,9%
EK-Rendite	10,2%	1,1%	0,5%	1,3%	0,8%
GK-Rendite	9,7%	2,7%	2,1%	2,4%	2,0%
Return on capital employed (ROCE)	11,7%	4,8%	3,9%	4,2%	3,5%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. €)	308,3	328,6	319,4	311,2	316,8
EBIT/Mitarbeiter (in Tsd. €)	53,6	20,7	16,4	18,1	15,1
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	61,6%	44,4%	44,5%	45,6%	46,2%
Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio. €)	9,9	13,8	20,4	14,8	15,1
Gearing	9,9%	13,6%	20,1%	14,3%	14,6%
dynamischer Verschuldungsgrad	5,0	-3,9	-3,9	2,5	-302,8
Vermögensstruktur	376,7%	442,2%	543,3%	579,4%	650,9%
Working Capital (in Mio. €)	6,0	-54,3	-63,4	-63,0	-65,0
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	2,3	0,6	1,6	1,0	1,2
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	- - -	10,2%	5,3%	1,3%	-1,2%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	- - -	-153,3%	-174,7%	-29,7%	-9,8%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	- - -	-127,1%	-152,0%	-49,1%	-7,7%
Ausschüttungsquote	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

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 „Kauf“, 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 Empfehlung für die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
12.3.08	1,55 €	Halten	1,60 €
23.6.08	1,62 €	Halten	1,70 €

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (1/1/2009):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	50,0%	50,0%
Halten	32,5%	50,0%
Verkaufen	13,6%	0,0%
under review	3,9%	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.
- Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte das Bankhaus Lampe als Selling Agent.

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.

This report is only directed at persons who are investment professionals under Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 and the investment or investment activity to which this report relates is only available to and will only be engaged in with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon the contents of this report.

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

26. Januar 2009

Sebastian Hein, Analyst
Telefon: (+49) 211/4952-606
Fax: (+49) 211/4952-494
sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

EQUITY 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

EQUITY 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, Investmentana-
lyst 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

OFFICE MANAGEMENT

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

Nicole Reckin
Fon + 49 (0)211 4952-128
nicole.reckin@bankhaus-lampe.de

Elke Röbling-Kampmann
Fon + 49 (0)211 4952-635
elke.roehling-kampmann@bankhaus-
lampe.de

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

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

BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16
D-53113 Bonn

Fon + 49 (0)228 850262-0
Fax + 49 (0)228 850262-99

DRESDEN

Käthe-Kollwitz-Ufer 82
D-01309 Dresden

Fon + 49 (0)351 207815-0
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

STUTTART

Büchsenstraße 10
D - 70173 Stuttgart

Fon + 49 (0)711 933008-0
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

FÜR WENIGE BESONDERES LEISTEN.