

Akt. Kurs (12.03.14, 10:23 Uhr, Xetra): 3,98 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **4,50 (4,50) EUR**

Branche: Touristik & Freizeit (Fußball)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005493092
Reuters: BVB.DE
Bloomberg: BVB:GR

Kurzportrait

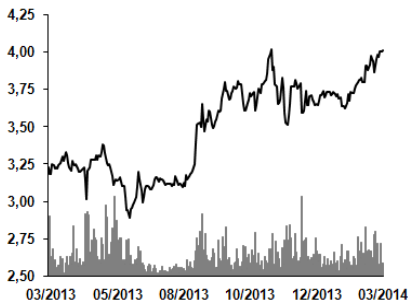
Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA betreibt das Profifußballgeschäft des Bundesliga-Vereins Borussia Dortmund („BVB“). Daneben bestehen Aktivitäten in verwandten Bereichen wie Sportbekleidung, Medien, Reise- und Reha-Angebote.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,03 €	2,88 €
Aktueller Kurs:	3,98 €	
Aktienzahl ges.:	61.425.000	
Streubesitz:	80,9%	
Marktkapitalis.:	244,5 Mio. €	

Anlagekriterien

Erfolgreiche Entwicklung im ersten Halbjahr

Die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres 2013/14 (1.7.-31.12.13) gestalteten sich für Borussia Dortmund erneut sehr erfreulich. Auf der Umsatzseite gelang der Gesellschaft eine Steigerung von 8,5 Prozent auf 136,6 (Vj. 125,9) Mio. Euro. Zu diesem Wachstum trugen nahezu alle Geschäftsbereiche bei.



Im Bereich Spielbetrieb verzeichnete Borussia Dortmund einen Zuwachs auf 20,8 (19,1) Mio. Euro. Durch die Gewinnung neuer Partner und die Eröffnung der Turkish-Airlines-Lounge, die sofort ausverkauft war, legten die Erlöse im Bereich Werbung von 31,7 auf 33,8 Mio. Euro zu. Besonders hervorzuheben ist die mehr als positive Entwicklung in der Sparte Merchandising, Catering und Lizenzen. Hier erzielte die Gesellschaft eine Umsatzsteigerung von 26,0 auf 33,1 Mio. Euro. Dabei entfiel der Großteil des Zuwachses auf den Bereich Merchandising, der 22,6 (17,8) Mio. Euro beisteuerte. Damit gewinnt das Merchandising immer mehr an Bedeutung; bereits 16,6 Prozent der Konzernerlöse entfallen auf diesen Teilbereich.

Kennzahlen (KGaA)

	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Umsatz	215	305	257	262
<i>bisher</i>	---	---	251	257
EBIT	41,4	65,1	23,3	27,0
<i>bisher</i>	---	---	24,3	29,0
Jahresüb.	27,4	50,8	14,0	16,9
<i>bisher</i>	---	---	---	17,6
Erg./Akte	0,45	0,83	0,23	0,27
<i>bisher</i>	---	---	---	0,29
Dividende	0,06	0,10	0,06	0,06
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	8,9	4,8	17,5	14,5
Div.rendite	1,5%	2,5%	1,5%	1,5%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Akte und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 26

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

Mit 46,7 Mio. Euro blieb die TV-Vermarktung der größte Umsatzbringer. Allerdings blieb Borussia Dortmund hier leicht hinter dem Vorjahresniveau von 46,9 Mio. Euro zurück. Während sich die Erlöse aus der Vermarktung der Fußball-Bundesliga erhöhten, erhielt Dortmund in diesem Jahr als Vizemeister einen geringeren Anteil aus dem Gelderpool der UEFA Champions League. Die Transfererlöse und die Gebühren für die Abstellung von Nationalspielern blieben in Summe mit 2,2 Mio. Euro nahezu unverändert und spielten so konzernweit nur eine sehr untergeordnete Rolle.

Den höheren Umsatzerlösen standen aber auch Zuwächse auf der Kostenseite gegenüber. Bedingt durch gestiegene Merchandisingumsätze legte auch der korrespondierende Materialaufwand auf 12,3 (9,9) Mio. Euro zu. Einen erneuten Anstieg musste Borussia Dortmund auch bei den Personalaufwendungen hinnehmen, die sich um knapp 8 Mio. Euro auf 52,2 Mio. Euro erhöhten. Dabei war der Löwenanteil der Erhöhung auf den Lizenzspielerbereich zurückzuführen. Die getätigten Spielerkäufe für die laufende Saison schlugen sich in höheren Abschreibungen nieder. Diese kletterten im ersten Halbjahr auf 15,1 (11,4) Mio. Euro. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wies die Gesellschaft ebenfalls ein Plus auf 48,0 (42,9) Mio. Euro aus.

Daraus resultierend belief sich das EBIT auf 11,6 Mio. Euro und blieb somit erwartungsgemäß hinter dem Vorjahreswert von 19,0 Mio. Euro zurück. Nach Zinsen und Steuern sowie Anteilen Dritter verblieb ein Periodenüberschuss für das erste Halbjahr von 8,1 (13,5) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verringerte sich entsprechend von 0,23 auf 0,13 Euro.

Anhaltendes Sponsoring-Interesse

Im ersten Halbjahr konnte Borussia Dortmund mit der Huawei Technologies Deutschland GmbH einen neuen Champion Partner gewinnen. Daneben wurde im Stadion die neue Turkish-Airlines-Lounge für 200 Besucher eröffnet. Sie erfreute sich großer Nachfrage und war sofort ausverkauft. Jüngst folgte die Unitymedia Kabel BW als neuer Champion Partner. Neben der reinen Stadionpräsenz sind auch gemeinsame Promotion-Aktivitäten eingeplant.

Wie darüber hinaus auf der Bilanzpressekonferenz des Sponsor Evonik am 7. März ausgeführt wurde, beabsichtigt der Essener Industriekonzern, die Zusammenarbeit mit dem BVB zu etwas teureren Konditionen zu verlängern.

Sportlich weiter auf Kurs

Auf sportlicher Ebene befindet sich Borussia Dortmund weitgehend auf Kurs. Nach dem besten Saisonstart in der Bundesliga kam der Motor in den Wochen vor Weihnachten kräftig ins Stottern. Seit Jahresbeginn läuft es jedoch mit Ausnahme des Spiels gegen den HSV wieder besser und da die Konkurrenten um die Champions-League-Plätze nur schwach aus den Startlöchern kamen, kämpfte sich der Verein wieder auf Platz 2 nach vorne. So beträgt der Vorsprung auf Platz 4, gleichbedeutend mit der erneuten sicheren Qualifikation für die kommende Champions-League-Saison, wieder 4 Punkte.

Rund läuft es dagegen in den Pokalwettbewerben. National hat sich Borussia Dortmund mit dem Sieg gegen Frankfurt für das DFB-Pokalhalbfinale qualifiziert. Bei einem Heimspiel gegen Wolfsburg stehen die Chancen gut, ins Finale in Berlin einzuziehen. Am letzten Vorrundenspieltag der Champions League gelang Dortmund noch der Sprung an die Tabellenspitze und so wurde dem Verein im Achtelfinale mit St. Petersburg ein Zweitplatziertes der anderen Gruppen zugelost. Nach dem dortigen 4:2-Sieg stehen Borussia Dortmund auch hier sämtliche Türen offen, um wieder ins Viertelfinale einzuziehen.

GSC-Schätzungen leicht angepasst

Nach dem positiven Auftakt erhöhen wir unsere Umsatzerwartung für das laufende Geschäftsjahr 2013/14 (bis 30.6.) auf 257 (bisher 251) Mio. Euro. Trotz dieser Anhebung bedeutet dies gegenüber dem Vorjahr einen deutlichen Rückgang, allerdings sind hier keine bedeutenden Transfers impliziert, da deren Auftreten nicht seriös prognostizierbar ist.

Daneben haben wir auch unsere Schätzungen für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und die Personalkosten leicht erhöht, was sich in einem EBIT von 23,3 (24,3) Mio. Euro niederschlägt. Da wir von einem minimal besseren Finanzergebnis ausgehen, sehen wir den Jahresüberschuss nach Minderheitsanteilen unverändert bei 14,0 Mio. Euro. Dementsprechend erwarten wir auch das Ergebnis je Aktie weiterhin bei 0,23 Euro. 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 Geschäftsjahr 2014/15 prognostizieren wir dann einen leichten Umsatzzanstieg um 1,9 Prozent auf 262 (257) Mio. Euro. Auf der Ergebnisseite rechnen wir mit einem EBIT von 27 (29) Mio. Euro und einem Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter von 16,9 (17,6) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie erwarten wir entsprechend bei 0,27 (0,29) Euro. Bei der Dividende gehen wir unverändert von einer Ausschüttung von 0,06 Euro aus.

Fazit

Borussia Dortmund hat sich auch im ersten Halbjahr 2013/14 (01.07.-31.12.13) finanziell sehr wacker geschlagen. Trotz der Umsatzsteigerung blieb das Ergebnis jedoch deutlich hinter dem Vorjahreswert zurück. Dies war aber keinesfalls eine Überraschung, da steigende Personalkosten und höhere Abschreibungen nach den Neuverpflichtungen auf dem Ergebnisausweis lasteten.

Sportlich befindet sich der Verein aktuell auf Kurs. Der Auswärtssieg in St. Petersburg eröffnet der Mannschaft beste Chancen, ins Viertelfinale einzuziehen. Auch im DFB-Pokal stehen die Aussichten gut, sich für das Finale in Berlin zu qualifizieren. Nachdem Leverkusen am Wochenende wieder nur unentschieden spielte, könnte Dortmund mit einem Sieg in Freiburg den zweiten Platz festigen, um mit der Qualifikation für die Champions League auch im kommenden Jahr um die „finanziellen Fleischtöpfe“ kämpfen zu können.

Angesichts dieser Aussichten darf man für das nächstjährige Zahlenwerk positiv gestimmt sein. Etwaige größere Transfererlöse ermöglichen weiterhin Upside-Potenzial auf der Ergebnisseite. Die Weltmeisterschaft in Brasilien bietet den Spielern zudem ein Fenster, sich für den Transfermarkt zu empfehlen. Bedingt durch die sportlichen Erfolge kletterte der Marktwert der BVB-Spieler. Die Internetseite www.transfermarkt.de sieht den Wert der Mannschaft derzeit bei gut 323 Mio. Euro. Robert Lewandowski, dort mit einem Wert von 50 Mio. Euro angesetzt, wird den Verein jedoch zum Saisonende ablösefrei verlassen.

Der Kurs der BVB-Aktie hat sich weiter positiv entwickelt und pendelt derzeit um 4 Euro. In Summe sind wir für die finanzielle Zukunft von Borussia Dortmund und die Aktie positiv gestimmt. Entsprechend belassen wir unser Rating auf „Kaufen“ und bekräftigen das Kursziel von 4,50 Euro.

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%	257,0	97,7%	262,0	97,8%
Veränderung zum Vorjahr			42,1%		41,7%		-15,7%		1,9%	
Sonst. Betriebliche Erträge	4,3	2,8%	7,6	3,4%	2,8	0,9%	6,0	2,3%	6,0	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			76,3%		-63,2%		114,3%		0,0%	
Gesamtleistung	155,8	100,0%	222,8	100,0%	307,8	100,0%	263,0	100,0%	268,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			43,0%		38,2%		-14,6%		1,9%	
Verwaltungskosten (Personalaufw.)	61,5	39,5%	79,9	35,9%	106,2	34,5%	102,0	38,8%	106,0	39,6%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		32,9%		-4,0%		3,9%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	61,8	39,7%	82,9	37,2%	114,1	37,1%	106,2	40,4%	102,0	38,1%
Veränderung zum Vorjahr			34,1%		37,6%		-6,9%		-4,0%	
EBITDA	32,5	20,8%	60,0	26,9%	87,5	28,4%	54,8	20,8%	60,0	22,4%
Veränderung zum Vorjahr			84,9%		45,8%		-37,4%		9,5%	
Abschreibungen	17,5	11,3%	18,6	8,3%	22,4	7,3%	31,5	12,0%	33,0	12,3%
EBIT	14,9	9,6%	41,4	18,6%	65,1	21,2%	23,3	8,9%	27,0	10,1%
Veränderung zum Vorjahr			177,5%		57,2%		-64,2%		15,9%	
Finanzergebnis	-5,4	-3,5%	-4,8	-2,2%	-5,1	-1,7%	-4,0	-1,5%	-3,8	-1,4%
Veränderung zum Vorjahr			11,3%		-6,3%		21,6%		5,0%	
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%	19,3	7,3%	23,2	8,7%
Veränderung zum Vorjahr			284,9%		63,9%		-67,8%		20,2%	
Steuern	4,1	2,6%	9,1	4,1%	8,8	2,9%	5,0	1,9%	6,0	2,3%
Steuerquote	43,1%		24,9%		14,7%		26,0%		26,0%	
Jahresüberschuss	5,4	3,5%	27,5	12,3%	51,2	16,6%	14,3	5,4%	17,2	6,4%
Veränderung zum Vorjahr			408,3%		86,2%		-72,1%		20,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,1		0,4		0,3		0,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,3	3,4%	27,4	12,3%	50,8	16,5%	14,0	5,3%	16,9	6,3%
Veränderung zum Vorjahr			415,0%		85,4%		-72,5%		20,6%	
Anzahl der Aktien	61,425		61,425		61,425		61,425		61,425	
Gewinn je Aktie	0,09		0,45		0,83		0,23		0,27	

Aktionärsstruktur

Herr Bernd Geske	11,87%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	7,24%
Streubesitz	80,89%

Termine

Finanztermine:

15. Mai 2014 Zahlen 3. Quartal 2013/14 (01.01.-31.03.2014)

Spieltermine Bundesliga Rückrunde Saison 2013/14 (Auszug):

15.03.2014	Borussia Dortmund – Borussia M'gladbach	(25. Spieltag)
22.03.2014	Hannover 96 – Borussia Dortmund	(26. Spieltag)
25.03.2014	Borussia Dortmund – FC Schalke 04	(27. Spieltag)
29.03.2014	VfB Stuttgart – Borussia Dortmund	(28. Spieltag)
05.04.2014	Borussia Dortmund – VfL Wolfsburg	(29. Spieltag)
12.04.2014	FC Bayern München – Borussia Dortmund	(30. Spieltag)
19.04.2014	Borussia Dortmund – 1. FSV Mainz 05	(31. Spieltag)
26.04.2014	Bayer 94 Leverkusen – Borussia Dortmund	(32. Spieltag)
03.05.2014	Borussia Dortmund – TSG 1899 Hoffenheim	(33. Spieltag)
10.05.2014	Herta BSC – Borussia Dortmund	(34. Spieltag)
– Saison bis 10.05.2014 (34. 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%. „Verkauf“ 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
15.10.2013	3,71 €	Kaufen	4,50 €
08.03.2013	3,27 €	Kaufen	3,80 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2013):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	38,9%	40,0%
Halten	55,6%	60,0%
Verkaufen	5,6%	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.