

Akt. Kurs (13.10.2016, 17:05 Uhr, Xetra): 5,18 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **5,40 (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.

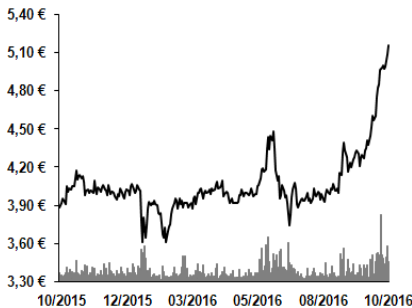
	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,18 €	3,56 €
Aktueller Kurs:	5,18 €	
Aktienzahl ges.:	92.000.000	
Streubesitz:	60,4%	
Marktkapitalis.:	476,6 Mio. €	

Anlagekriterien

Erfolgreicher Saisonauftakt

Die vergangene Saison wurde mit dem souveränen zweiten Platz in der Bundesliga und der damit verbundenen direkten Qualifikation für die Champions League sehr erfolgreich abgeschlossen. Darüber hinaus erreichte die Mannschaft das Pokalfinale in Berlin und stieß in der Europa League bis ins Viertelfinale vor.

Auch der Start in die neue Saison verlief bisher erfolgreich. In der Bundesliga konnten bis auf den Ausrutscher in Leipzig die ersten Spiele gewonnen werden. Nach dem ersten Punktverlust der Bayern konnte Dortmund die Chance auf eine Verkürzung des Rückstands in Leverkusen nicht nutzen, so dass der BVB mit 12 Punkten nach 6 Spieltagen in der Spitzengruppe liegt. Im DFB-Pokal nahm die Mannschaft die erste Hürde ebenfalls problemlos, am 26. Oktober geht es im Heimspiel gegen Union Berlin um den Einzug in die nächste Runde. Der Auftakt in die Champions League gestaltete sich spektakulär mit einem 6:0 Auswärtserfolg bei Legia Warschau und auch gegen den Titelverteidiger aus Madrid gelang ein Unentschieden.



Kennzahlen (KGaA)

	14/15	15/16	16/17e	17/18e
Umsatz	276,0	376,3	355,4	379,3
<i>bisher</i>	---	295,3	306,0	---
EBIT	13,2	36,4	8,3	15,3
<i>bisher</i>	---	6,1	11,5	---
Jahresüb.	5,3	29,2	5,0	10,5
<i>bisher</i>	---	3,6	7,9	---
Erg./Aktie	0,06	0,32	0,05	0,11
<i>bisher</i>	---	0,04	0,09	---
Dividende	0,05	0,06	0,06	0,06
<i>bisher</i>	---	0,05	0,05	---
KGV	90,8	16,3	95,0	45,4
Div.rendite	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%

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

Umsatzsprung im Geschäftsjahr 2015/16

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015/16 (bis 30.06.) steigerte Borussia Dortmund den Umsatz von 276,0 auf 376,3 Mio. Euro, was einem Plus von 36,3 Prozent entspricht. Der deutliche Anstieg war vor allem auf Zuwächse in den Bereichen Werbung und Spielbetrieb sowie auf die Transfergeschäfte zurückzuführen.

Bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb verzeichnete Borussia Dortmund eine Erhöhung von 39,9 auf 46,8 Mio. Euro. Der Umsatz aus dem Bundesliga-Kartenverkauf stieg geringfügig auf 27,1 (Vj. 26,9) Mio. Euro. Aus den Spielen der Europa League inklusive Qualifikationsrunden resultierten Erlöse von 13,4 (7,4) Mio. Euro. Im Bereich Pokal erzielte Borussia Dortmund Einnahmen von 3,7 (4,5) Mio. Euro. Aus Freundschaftsspielen und der Asienreise konnten Erlöse in Höhe von 2,3 (0,9) Mio. Euro generiert werden.

Auch die Einnahmen aus Werbung legten um 11,8 Prozent auf 84,6 (75,7) Mio. Euro zu. Die Erlöse aus der TV-Vermarktung wuchsen leicht auf 82,6 (82,1) Mio. Euro und dies ohne die Teilnahme an der Champions League. Allerdings konnten die fehlenden Einnahmen aus der Champions League annähernd durch den in den letzten Jahren erspielten UEFA-Koeffizienten für die TV-Auslandsvermarktung und eine höhere Ausschüttung kompensiert werden. Die Umsätze aus der nationalen TV-Vermarktung stiegen von 43,6 auf 60,8 Mio. Euro. Dagegen verringerten sich die Einnahmen aus der internationalen TV-Vermarktung von 32,5 auf 17,2 Mio. Euro. Diese beinhalteten die Ausschüttungen für die Teilnahme an der Europa League. Aus der Vermarktung der nationalen Pokalwettbewerbe stammten schließlich 4,4 (6,0) Mio. Euro.

Explodiert sind im abgelaufenen Geschäftsjahr die Einnahmen aus Transfergeschäften von 12,4 auf 95,0 Mio. Euro. Diese betrafen vor allem die Transfers von Mats Hummels, Ilkay Gündogan, Kevin Kampl, Ciro Immobile, Jonas Hofmann, Kevin Großkreutz, Oliver Kirch, Marvin Ducksch und Jeremy Dudziak. Des Weiteren erfolgte noch die Ausleihe von Jakub Blaszczykowski.

Ebenfalls weiter erfolgreich entwickelten sich die Umsätze im Bereich Merchandising. Diese stiegen auf 39,8 (Vj. 39,3) Mio. Euro. Schließlich erzielte Borussia Dortmund im Bereich Conference, Catering, Sonstige Einnahmen in Höhe von 27,5 (26,6) Mio. Euro. Hier stieg vor allem der Cateringumsatz um 0,9 auf 14,3 Mio. Euro.

Daneben fielen noch sonstige betriebliche Erträge von 3,5 (17,0) Mio. Euro an. Der deutliche Rückgang resultierte aus der vorjährigen Versicherungserstattung im Zusammenhang mit der Absicherung des wirtschaftlichen Risikos des Verfehlens der Qualifikation zur Champions League. Nachdem durch die BVB Event & Catering GmbH nun auch die Bewirtung an den Spieltagen übernommen wird, kletterte der Materialaufwand auf 25,7 (20,7) Mio. Euro.

Deutlich erhöht haben sich auch die Personalaufwendungen, die von 117,9 auf 140,2 Mio. Euro zulegten. Dabei nahm der Aufwand für die Lizenzmannschaft sowie Trainer- und Betreuerstab um 17,7 Prozent auf 110,9 Mio. Euro zu. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es ebenfalls zu einem kräftigen Anstieg auf 127,2 (98,8) Mio. Euro. Der Zuwachs erklärt sich weitgehend durch im Zusammenhang mit den Transfers stehenden Aufwendungen sowie enthaltene Restbuchwerte von Spielern.

So kletterte das EBITDA im abgelaufenen Geschäftsjahr von 55,6 auf 86,7 Mio. Euro. Bei den Abschreibungen kam es zu einem erneuten Anstieg von 42,4 auf 50,2 Mio. Euro. Dies war vor allem den Abschreibungen auf die immateriellen Vermögensgegenstände und somit im Wesentlichen auf die Lizenzmannschaft von Borussia Dortmund geschuldet. Diese erhöhten sich von 32,9 auf 39,4 Mio. Euro.

Vor diesem Hintergrund kam auch das EBIT deutlich von 13,2 auf 36,4 Mio. Euro voran. Das Finanzergebnis erfuhr eine kräftige Verbesserung von minus 7,2 auf minus 2,1 Mio. Euro. Nach Steuern und Anteilen Dritter wies Borussia Dortmund schließlich einen Jahresüberschuss von 29,2 Mio. Euro nach 5,3 Mio. Euro vor Jahresfrist aus. Das Ergebnis je Aktie erhöhte sich entsprechend von 0,06 auf 0,32 Euro. Das Management hat angekündigt, den Aktionären daraus eine um 1 Cent auf 0,06 Euro je Aktie erhöhte Dividende auszuschütten zu wollen.

GSC-Schätzungen angepasst

Die Zahlen des vergangenen Geschäftsjahres 2015/16 waren stark durch die Transfererlöse beeinflusst. Dabei fiel der Umsatz rund 80 Mio. Euro über unserer Erwartung aus. Dies war in etwa die Summe, die die Transfererlöse über dem Vorjahresniveau lagen, da wir keine größeren Transfers bei unseren Prognosen eingeplant hatten. Allerdings hatten wir bereits auf das Umsatzpotenzial durch größere Transfers hingewiesen.

Im laufenden Geschäftsjahr 2016/17 gehen wir von einem leichten Umsatzrückgang von 5,5 Prozent auf 355,4 Mio. Euro aus. Hierin sind mit Ausnahme des schon realisierten Transfers von Henrikh Mkhitaryan keine großen Transfereinnahmen enthalten. Bei möglichen Wechseln von Top-Spielern besteht somit weiteres Upside-Potenzial.

Beim EBIT rechnen wir mit einer Reduktion auf 8,3 Mio. Euro, was auch an deutlich höheren geschätzten Abschreibungen liegt. Nach den erfolgten Zukäufen von Schürle und Götze erwarten wir hier einen Wert von gut 60 Mio. Euro. Nach Steuern und Anteilen Dritter prognostizieren wir einen Überschuss von 5,0 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,05 Euro. Darauf aufbauend rechnen wir trotzdem mit einer unveränderten Dividende von 0,06 Euro.

Im Folgejahr 2017/18 prognostizieren wir einen weiteren Umsatzzuwachs um 6,7 Prozent auf 379,3 Mio. Euro. Steigende Einnahmen werden hierbei aus dem neuen TV-Vertrag resultieren. In den Folgejahren bringt dieser Vertrag dem Verein kontinuierlich deutlich wachsende Erlöse. Für das EBIT sind wir sehr zuversichtlich gestimmt und rechnen mit einer kräftigen Verbesserung auf 15,3 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss erwarten wir deshalb ebenfalls mit 10,5 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahreswert. Gleichbedeutend sollte auch das Ergebnis je Aktie auf 0,11 Euro zulegen. Hierbei gehen wir von einer erneuten Dividendenausschüttung in Höhe von 0,06 Euro aus.

Bewertung und Fazit

Sportlich läuft es derzeit weitgehend rund bei Borussia Dortmund. Aber auch auf der finanziellen Seite überzeugt der Verein mit sehr soliden Zahlen. Durch die verstärkten Transferaktivitäten verfügt der BVB nun über einen noch breiter aufgestellten Kader. Allerdings wird dieser auch von Nöten sein, wenn die Mannschaft wie erhofft möglichst lange auf drei Hochzeiten tanzt.

Es sind zwar erst sechs Spieltage in der Bundesliga absolviert, die bisherigen Vorstellungen und die Breite des Kaders lassen aber auch in dieser Saison auf eine erneute Qualifikation für die Champions League hoffen. Die breitere Aufstellung führt zwar zu höheren Abschreibungen, eröffnet jedoch beim erhofften sportlichen Erfolg zusätzliche Erlösquellen.

Der neue TV-Vertrag wird Borussia Dortmund in den kommenden Jahren deutlich höhere Einnahmen in die Kassen spülen. Somit ist auch hier weiteres Steigerungspotenzial gegeben. Das Thema Transfererlöse dürfte ebenfalls weiterhin eine bedeutende Rolle spielen. Bei entsprechenden Angeboten, speziell aus England, bieten sich hier sicherlich auch interessante Möglichkeiten.

Ein Blick auf die Internetseite www.transfermarkt.de zeigt, dass dort der Wert des BVB-Kaders derzeit bei über 350 Mio. Euro gesehen wird. Die erfreulichen Zahlen und der sportliche Erfolg haben der BVB-Aktie, die lange um 4,00 Euro tendierte, neues Leben eingehaucht. Für die weitere Entwicklung von Borussia Dortmund sind wir unverändert positiv gestimmt.

Angesichts der aktuellen Kaderzusammenstellung, des sportlichen Erfolgs und der in Zukunft deutlich wachsenden Einnahmen aus dem neuen TV-Vertrag erhöhen wir unser Kursziel auf 5,40 Euro. Aufgrund des starken Kursanstiegs der letzten Wochen nehmen wir jedoch unsere Einschätzung von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück.

Gewinn- und Verlustrechnung

Borussia Dortmund KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2013/14		2014/15		2015/16		2016/17e		2017/18e	
Umsatzerlöse	260,7	98,0%	276,0	94,2%	376,3	99,1%	355,4	98,9%	379,3	98,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,9%		36,3%		-5,5%		6,7%	
Sonstige betriebliche Erträge	5,2	2,0%	17,0	5,8%	3,5	0,9%	4,0	1,1%	4,5	1,2%
Veränderung zum Vorjahr			224,9%		-79,3%		14,0%		12,5%	
Gesamtleistung	266,0	100,0%	293,0	100,0%	379,8	100,0%	359,4	100,0%	383,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			10,2%		29,6%		-5,4%		6,8%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	107,8	40,5%	117,9	40,2%	140,2	36,9%	159,8	44,5%	168,8	44,0%
Veränderung zum Vorjahr			9,4%		18,9%		14,0%		5,6%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	109,0	41,0%	119,5	40,8%	152,9	40,3%	129,8	36,1%	137,3	35,8%
Veränderung zum Vorjahr			9,6%		27,9%		-15,1%		5,8%	
EBITDA	49,1	18,5%	55,6	19,0%	86,7	22,8%	69,8	19,4%	77,7	20,2%
Veränderung zum Vorjahr			13,2%		55,9%		-19,5%		11,3%	
Abschreibungen	30,7	11,5%	42,4	14,5%	50,2	13,2%	61,5	17,1%	62,4	16,3%
Veränderung zum Vorjahr			38,3%		18,4%		22,4%		1,5%	
EBIT	18,5	6,9%	13,2	4,5%	36,4	9,6%	8,3	2,3%	15,3	4,0%
Veränderung zum Vorjahr			-28,7%		176,8%		-77,2%		84,3%	
Finanzergebnis	-3,9	-1,5%	-7,2	-2,4%	-2,1	-0,6%	-1,6	-0,4%	-1,6	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-85,4%		70,7%		23,7%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	14,6	5,5%	6,0	2,0%	34,3	9,0%	6,7	1,9%	13,7	3,6%
Steuerquote	18,0%		7,8%		14,3%		20,5%		20,5%	
Ertragssteuern	2,6	1,0%	0,5	0,2%	4,9	1,3%	1,4	0,4%	2,8	0,7%
Jahresüberschuss	12,0	4,5%	5,5	1,9%	29,4	7,8%	5,3	1,5%	10,9	2,8%
Veränderung zum Vorjahr			-53,8%		432,1%		-81,9%		104,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,3		0,2		0,3		0,4	
Bereinigter Jahresüberschuss	11,7	4,4%	5,3	1,8%	29,2	7,7%	5,0	1,4%	10,5	2,7%
Veränderung zum Vorjahr			-55,0%		455,9%		-82,8%		109,1%	
Anzahl der Aktien	61,425		92,000		92,000		92,000		92,000	
Gewinn je Aktie	0,19		0,06		0,32		0,05		0,11	

Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	14,78%
Herr Bernd Geske	8,86%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Puma SE	5,00%
Streubesitz	60,40%

Termine

Finanztermine:

11.11.2016	Zahlen 1. Quartal 2016/17 (01.07.-30.09.2016)
21.11.2016	Ordentliche Hauptversammlung in Dortmund

Spieltermine:

Bundesliga Vorrunde Saison 2016/17 (Auszug):

14.10.2016	Borussia Dortmund – Hertha BSC Berlin	(7. Spieltag)
22.10.2016	FC Ingolstadt 04 – Borussia Dortmund	(8. Spieltag)
29.10.2016	Borussia Dortmund – FC Schalke 04	(9. Spieltag)
05.11.2016	Hamburger SV – Borussia Dortmund	(10. Spieltag)
19.11.2016	Borussia Dortmund – Bayern München	(11. Spieltag)
26.11.2016	Eintracht Frankfurt – Borussia Dortmund	(12. Spieltag)
03.12.2016	Borussia Dortmund – Borussia Mönchengladbach	(13. Spieltag)
10.12.2016	1. FC Köln – Borussia Dortmund	(14. Spieltag)
16.12.2016	TSG 1899 Hoffenheim – Borussia Dortmund	(15. Spieltag)
20.12.2016	Borussia Dortmund – FC Augsburg	(16. Spieltag)

UEFA Champions League:

18.10.2016	Sporting Lissabon – Borussia Dortmund
02.11.2016	Borussia Dortmund – Sporting Lissabon
22.11.2016	Borussia Dortmund – Legia Warschau
07.12.2016	Real Madrid – Borussia Dortmund

DFB-Pokal:

26.10.2016	Borussia Dortmund – Union Berlin
------------	----------------------------------

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 - 2745
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 „Kaufen“ 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
21.03.2016	4,00 €	Kaufen	4,80 €
15.12.2015	3,99 €	Kaufen	4,80 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,3%	58,3%
Halten	48,1%	41,7%
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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.