

Akt. Kurs (13.11.2019, 17:35 Uhr, Xetra): 5,21 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Ausgesetzt)** – Kursziel 12 Mon.: **6,50 (---) EUR**

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

## Kurzportrait

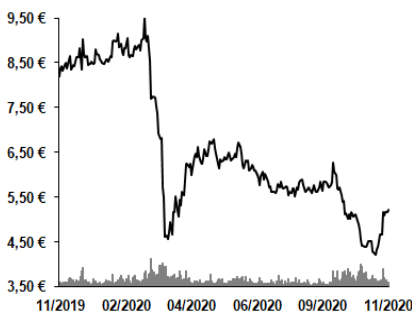
Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA betreibt das Profifußballgeschäft des Bundesliga-Vereins Borussia Dortmund („BVB“). Daneben bestehen Aktivitäten in verwandten Bereichen wie Sportbekleidung, Medien, Reise- und Reha-Angebote.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	9,50 €	4,17 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	5,21 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	92.000.000	
<b>Streubesitz:</b>	59,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	478,9 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Geschäftsjahr 2019/20 bereits durch COVID-19-Pandemie geprägt

Die im Frühjahr 2020 aufgetretene COVID-19-Pandemie hat auch die Vereine der Fußball-Bundesliga massiv betroffen. Nach ersten Geisterspielen wurde die Saison Mitte März zunächst ausgesetzt. Immerhin war die Bundesliga ein Vorreiter für alle anderen Ligen, denn mit einem umfangreichen Hygienekonzept konnte die Saison Mitte Mai fortgesetzt und dann auch ohne Zuschauer erfolgreich beendet werden.



Trotz allem schlug sich dies deutlich in den Zahlen von Borussia Dortmund nieder. Nachdem zum Halbjahr per 31. Dezember 2019 noch ein Umsatzplus in den Büchern gestanden hatte, schloss die Gesellschaft das Geschäftsjahr 2019/20 am 30. Juni bei Erlösen von 370,2 (Vj. 370,3) Mio. Euro auf Vorjahresniveau ab. Dabei führte eine geänderte Abbildung der Transferaktivitäten zu einer rückwirkenden Anpassung des Umsatzausweises. Das wichtige Transferergebnis belief sich auf dieser Basis zwar auf 40,2 (82,9) Mio. Euro, erreichte aber nur in etwa die Hälfte des letztjährigen Wertes.

## Kennzahlen

	18/19	19/20	20/21e	21/22e
<b>Umsatz</b>	370,3	370,2	327,2	369,4
<i>bisher</i>	489,5	492,0	514,0	---
<b>EBIT</b>	23,5	-43,1	-61,8	-18,4
<i>bisher</i>	---	11,2	14,9	---
<b>Jahresüb.</b>	17,4	-44,0	-61,2	-19,2
<i>bisher</i>	---	8,1	11,4	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,19	-0,48	-0,67	-0,21
<i>bisher</i>	---	0,09	0,12	---
<b>Dividende</b>	0,06	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	0,06	0,06	---
<b>KGV</b>	27,5	neg.	neg.	neg.
<b>Div.rendite</b>	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%

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](mailto:t.renner@gsc-research.de)

Die Erlöse aus dem Spielbetrieb verringerten sich deutlich von 44,7 auf 32,5 Mio. Euro. Dabei generierte die Gesellschaft aus dem nationalen Spielbetrieb Umsätze von 20,4 (28,2) Mio. Euro. Hier schlug sich merklich nieder, dass die letzten Heimspiele ohne Zuschauer stattfanden und somit auch keine Einnahmen generiert werden konnten. Bei den Erlösen aus nationalen Pokalwettbewerben ergab sich ein Rückgang auf 2,2 (2,7) Mio. Euro, nachdem lediglich ein Heimspiel im SIGNAL IDUNA PARK stattgefunden hatte. Die internationalen Pokalwettbewerbe ermöglichten Umsätze von 8,4 (7,5) Mio. Euro. Aus Freundschaftsspielen erzielte Borussia Dortmund noch weitere Erlöse von 1,4 (6,3) Mio. Euro.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erreichte die Gesellschaft bei den Umsätzen aus Werbung eine leichte Steigerung auf 98,0 (96,8) Mio. Euro. Belastend wirkten sich auch hier die Spiele vor leeren Rängen aus, da einige gewohnte Werbeleistungen nicht erbracht werden konnten. Sehr positiv gestaltete sich dagegen der Einsatz der virtuellen Bandenwerbung. Einen leichten Anstieg verzeichneten auch die Erlöse aus der TV-Vermarktung, die auf 169,8 (167,3) Mio. Euro zulegten. Hier machte sich COVID-19 aber ebenfalls bemerkbar, da ein Teil der geplanten Ausschüttung der DFL aus der nationalen Vermarktung nicht erfolgte. Darüber hinaus verzichteten die deutschen Teilnehmer an der Champions League aus Solidaritätsgründen auf einen Teil der Ausschüttung.

Um rund 11 Prozent kamen die Erlöse aus Merchandising voran. Trotz vorübergehender Schließung des Fanshops gelang eine Umsatzausweitung auf 33,3 (30,0) Mio. Euro. Die Erlöse aus Conference, Catering, Sonstige erhöhten sich auf 36,6 (31,4) Mio. Euro. Vor allem die Umsätze aus Ausleihungen und Ausbildungsentschädigungen fungierten dabei als Wachstumstreiber. Die Transferentgelte lagen mit 116,7 (119,3) Mio. Euro fast auf Vorjahresniveau, das Ergebnis aus Transfersgeschäften halbierte sich dagegen auf 40,2 (82,9) Mio. Euro.

Auf der Kostenseite stieg der Materialaufwand auf 22,4 (21,3) Mio. Euro, was vor allem auf die höheren Umsätze im Bereich Merchandising zurückzuführen war. Auch im vergangenen Geschäftsjahr kletterten die Personalaufwendungen von 205,1 auf 215,2 Mio. Euro. Hierbei machte der Anstieg des Grundgehalts um 9,3 Mio. Euro bereits den Großteil aus. Mit 119,0 (118,5) Mio. Euro zeigten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen hingegen kaum verändert.

Vor allem die deutlich gesunkenen Erträge aus Transfergeschäften führten beim EBITDA zu einem Rückgang von 116,0 auf 63,0 Mio. Euro. Die Abschreibungen erhöhten sich im vergangenen Geschäftsjahr deutlich auf 106,1 (92,5) Mio. Euro. Davon entfielen allein 88,3 (65,9) Mio. Euro auf Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, was vor allem die Spielerwerte betrifft. Die außerplanmäßigen Abschreibungen reduzierten sich dagegen deutlich auf 3,9 (13,8) Mio. Euro. Die Abschreibungen auf Sachanlagen erhöhten sich auf 13,9 (12,8) Mio. Euro.

In der Folge brach das EBIT von Borussia Dortmund von 23,5 Mio. Euro auf minus 43,1 Mio. Euro ein. Aufgrund deutlich höherer Zinsaufwendungen verschlechterte sich das Finanzergebnis auf minus 3,4 (-1,7) Mio. Euro. Nach Steuern wies Borussia Dortmund schließlich einen Verlust von 44,0 Mio. Euro aus. Vor Jahresfrist war noch ein Überschuss von 17,4 Mio. Euro angefallen. Entsprechend ging auch das Ergebnis je Aktie von 0,19 auf minus 0,48 Euro zurück. Infolge des Verlusts müssen die Anteilseigner im Anschluss an die an diesem Donnerstag virtuell stattfindende Hauptversammlung auf eine Dividendenausschüttung verzichten.

### **Jahresauftakt 2020/21 bringt deutlichen Verlust mit sich**

Auch das erste Quartal des am 01. Juli begonnenen aktuellen Geschäftsjahres 2020/21 gestaltete sich für Borussia Dortmund in finanzieller Hinsicht herausfordernd. Die Umsätze halbierten sich nahezu und so standen zum Quartalsende Erlöse von 56,5 (Vj. 112,4) Mio. Euro in den Büchern. Bedingt durch die COVID-19-Pandemie und die dadurch aufgetretenen Verzögerungen starteten die neuen nationalen und internationalen Wettbewerbe deutlich später als in den Vorjahren. Entsprechend fanden in den ersten drei Monaten lediglich zwei Bundesligaspiele, der DFL-Supercup sowie die erste Runde im DFB-Pokal statt.

Einen massiven Erlösrückgang verzeichnete der Bereich der TV-Vermarktung auf nur noch 23,1 Mio. Euro. Im Vorjahr hatten sich die dortigen Umsätze noch auf 51,2 Mio. Euro belaufen. Da die Champions League erst im Oktober startete, konnten keinerlei Erlöse aus der Gruppenphase erzielt werden. Auch der nun spieltagsbezogene Ausschüttungsmodus der DFL führte zu einem starken Umsatzminus. Der späte Saisonstart und die geringe Zuschauerzahl rief bei den Werbeerlösen ebenfalls einen Rückgang auf 22,4 (24,1) Mio. Euro hervor. Durch die kaum vorhandenen Termine im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres brach auch der Umsatz aus dem Spielbetrieb von 8,6 auf nur noch 0,2 Mio. Euro ein.

Der Bereich Conference, Catering, Sonstige war ebenfalls massiv durch die Pandemie beeinträchtigt. Neben Rückgängen im Catering und bei den Vorverkaufsgebühren blieben auch die Umsätze aus Leihgeschäften um über 6 Mio. hinter dem Vorjahreswert zurück. In Summe verringerten sich die Erlöse des Bereichs auf 2,5 (19,4) Mio. Euro. Mit 8,2 (9,0) Mio. Euro hielten sich die Erlöse aus Merchandising noch relativ gut. Beim Ergebnis aus Transfergeschäften kam es ebenfalls zu Einbußen, diese lagen mit 5,2 (10,3) Mio. Euro in etwa auf dem hälftigem Vorjahresniveau.

Auf der Kostenseite wies Borussia Dortmund einen Materialaufwand von 4,4 (6,5) Mio. Euro aus. Bedingt durch den späteren Saisonstart und einen teilweisen Gehaltsverzicht der Lizenzmannschaft sowie des Trainerteams fiel der Personalaufwand im ersten Quartal mit 48,4 (55,5) Mio. Euro geringer aus. Deutliche Einsparungen gab es bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich von 37,3 auf 19,6 Mio. Euro verringerten.

Auf dieser Basis brach das EBITDA von 25,0 auf minus 9,3 Mio. Euro ein. Die Abschreibungen erhöhten sich sogar noch geringfügig auf 26,5 (25,7) Mio. Euro, so dass das EBIT mit 35,8 Mio. Euro deutlich im roten Bereich lag. Vor Jahresfrist hatte es bei minus 0,8 Mio. Euro gelegen. Hatte das erste Quartal des vergangenen Geschäftsjahres noch mit einer schwarzen Null abgeschlossen, belief sich der Fehlbetrag diesmal auf 35,8 Mio. Euro. Dies entsprach einem Ergebnis je Aktie von minus 0,39 (0,00) Euro.

### **Sportlich weitgehend in der Spur**

Nach einer kurzen Sommerpause startete Borussia Dortmund recht erfolgreich in die Saison. Bis zum 6. Spieltag stand neben fünf Siegen nur die Niederlage in Augsburg zu Buche. Am 7. Spieltag verlor der BVB jedoch das Gipfeltreffen gegen Bayern München und belegt nun mit 3 Punkten Rückstand auf den Tabellenführer den dritten Platz.

Im DFB-Pokal setzte sich Borussia Dortmund in der ersten Runde beim MSV Duisburg durch. In der zweiten Runde kurz vor Weihnachten steht das Spiel beim Zweitligisten Eintracht Braunschweig auf dem Terminplan. Nach einem schwachen Champions-League-Auftakt mit der Niederlage gegen Lazio Rom ließ der BVB in den beiden folgenden Spielen zwei Siege folgen. Zur Halbzeit der Vorrundengruppe steht Borussia Dortmund an der Tabellenspitze und befindet sich damit auf einem guten Weg, sich für das Achtelfinale zu qualifizieren.

### **GSC-Schätzungen erfahren deutliche Anpassungen durch COVID-19**

Nachdem bereits die letzten Monate des Geschäftsjahres 2019/20 massiv durch die COVID-19-Pandemie beeinflusst waren, steht vermutlich das gesamte Geschäftsjahr 2020/21 unter diesem Einfluss. Entsprechend haben wir unsere Prognosen nach unten angepasst. In unserem letzten Research vom 24. März 2020 hatten wir unsere Schätzungen wegen der enormen Unsicherheiten komplett ausgesetzt. Nun trauen wir uns nach der Wiederaufnahme des Spielbetriebs aber wieder eine Prognose zu, die jedoch unverändert mit hohen Unwägbarkeiten behaftet ist.

Angesichts des derzeitigen Umfelds erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr noch einmal ein Umsatzminus von 11,6 Prozent auf 327,2 Mio. Euro. Das niedrigere Erlösniveau wird jedoch nicht ausreichen, um die Kostenseite zu decken, so dass wir das EBIT bei minus 61,8 Mio. Euro sehen. Auf dieser Basis prognostizieren wir auch nach Steuern einen Verlust von 61,2 Mio. Euro gleichbedeutend mit einem Ergebnis je Aktie von minus 0,67 Euro. Dementsprechend sehen wir auch dann keine Dividendenausschüttung.

In 2021/22 gehen wir wieder von einer zunehmenden Normalisierung des Spielbetriebs aus. Angesichts des eng getakteten Terminplans könnten Pandemie-Probleme im aktuellen Geschäftsjahr aber auch noch auf das kommende Jahr ausstrahlen. Trotzdem rechnen wir mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 12,9 Prozent auf 369,4 Mio. Euro. Auf der Ergebnisseite gehen wir von zwar einer Verbesserung aus, rechnen jedoch noch einmal mit einem negativen EBIT von 18,4 Mio. Euro. Nach Steuern verorten wir den Verlust auf 19,2 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von minus 0,21 Euro.

## Bewertung und Fazit

Borussia Dortmund war auf einem guten Weg, auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019/20 ein ansprechendes Ergebnis zu erwirtschaften. Die zu Jahresbeginn aufgetretene Corona-Pandemie brachte dann aber auch die gesamte Sportwelt durcheinander. Zwischenzeitlich kam der komplette Spielbetrieb zum Erliegen, was den Vereinen in einigen Bereichen die Einnahmen entzog, während die Kosten unvermindert weiterliefen.

Zwar fungierte die Bundesliga als Vorreiter für alle bedeutenden Fußball-Ligen, was die Wiederaufnahme des Spielbetriebs betraf, das reichte jedoch nicht aus, um das vergangene Geschäftsjahr ergebnismäßig zu retten. Mit der Fortsetzung unter Geisterspielen konnten zumindest die wichtigen TV-Einnahmen generiert werden. Der Auftakt in die laufende Saison gestaltete sich immerhin mit einem Bruchteil an Zuschauern, vor dem Hintergrund der aktuellen Infektionszahlen ist aber auch auf absehbare Zeit zumindest nicht mit vollen Stadien zu rechnen.

Aus der TV-Vermarktung sind zunächst vorübergehend geringere Einnahmen zu erwarten, da die DFL die Ausschüttungen für die aktuelle Saison erst einmal um einen Sicherheitseinbehalt kürzte. Positive Effekte sehen wir im Bereich der virtuellen Werbung. Hier können regional angepasste Werbepartner während der Spiele bei der Bandenwerbung eingeblendet werden.

Sportlich liegt Borussia Dortmund weitgehend im Plan, auch wenn das wichtige Gipfeltreffen gegen Bayern München erneut eine Niederlage brachte und der BVB somit momentan drei Punkte hinter der Tabellenspitze rangiert. Angesichts des bisherigen Starts und des Potenzials im Kader sollte sich Borussia Dortmund auch wieder für die kommende Champions League qualifizieren und somit eine wichtige Einnahmequelle sichern können. In dieser Saison liegt man auch gut im Rennen, um dort zumindest das Achtelfinale zu erreichen.

Personell verfügt der BVB über einen äußerst entwicklungsfähigen Kader. Mit Jude Bellingham ist ein weiteres großes Talent hinzugekommen, das perspektivisch sowohl sportlich als auch finanziell zu großen Hoffnungen berechtigt. Angesichts der wirtschaftlich schwierigen Lage könnte jedoch auf dem Transfermarkt eine weitere Abkühlung eintreten. Aber selbst vor diesem Hintergrund sehen wir im Kader des BVB noch enormes Wertpotenzial.

Entsprechend erwarten wir auch in den kommenden Jahren einen großen Einfluss des Ergebnisses aus Transfergeschäften. Allerdings bleiben diese Erlöse speziell in der aktuellen Situation weniger denn je planbar. Die Internetseite [www.transfermarkt.de](http://www.transfermarkt.de) veranschlagt den Wert des BVB-Kaders aktuell auf rund 587 Mio. Euro. Aber nicht nur die Marktwerte der Spieler, auch die Marke Borussia Dortmund gewinnt zunehmend an Bedeutung.

Trotz der weiterhin bestehenden Unsicherheiten über die weitere Entwicklung des Umfelds nehmen wir unser Kursziel und Rating wieder auf. Dabei halten wir derzeit eine Bewertung von 6,50 Euro je Anteilsschein für angemessen. Somit empfehlen wir, die BVB-Aktie auf dem aktuellen Kursniveau zu „Kaufen“.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Borussia Dortmund GmbH &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2017/18		2018/19		2019/20		2020/21e		2021/22e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>536,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>370,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>370,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>327,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>369,4</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-30,9%		0,0%		-11,6%		12,9%	
Ergebnis aus Transfergeschäften	n.a.	n.a.	82,9	22,4%	40,2	10,8%	31,0	9,5%	44,0	11,9%
Veränderung zum Vorjahr			n.a.		-51,5%		-22,8%		41,9%	
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	0,7%	7,7	2,1%	9,2	2,5%	6,4	2,0%	7,8	2,1%
Veränderung zum Vorjahr			99,0%		18,7%		-30,4%		21,9%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	186,7	34,8%	205,1	55,4%	215,2	58,1%	203,9	62,3%	211,5	57,3%
Veränderung zum Vorjahr			9,8%		4,9%		-5,2%		3,7%	
Materialaufwand / Sonst. betr. Aufwendg.	215,9	40,3%	139,8	37,8%	141,4	38,2%	121,3	37,1%	127,4	34,5%
Veränderung zum Vorjahr			-35,3%		1,1%		-14,2%		5,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>137,3</b>	<b>25,6%</b>	<b>116,0</b>	<b>31,3%</b>	<b>63,0</b>	<b>17,0%</b>	<b>39,4</b>	<b>12,0%</b>	<b>82,3</b>	<b>22,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-15,5%		-45,7%		-37,5%		108,9%	
Abschreibungen	98,3	18,3%	92,5	25,0%	106,1	28,7%	101,2	30,9%	100,7	27,3%
Veränderung zum Vorjahr			-5,9%		14,8%		-4,6%		-0,5%	
<b>EBIT</b>	<b>39,0</b>	<b>7,3%</b>	<b>23,5</b>	<b>6,3%</b>	<b>-43,1</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-61,8</b>	<b>-18,9%</b>	<b>-18,4</b>	<b>-5,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-39,7%		-283,6%		-43,3%		70,2%	
Finanzergebnis	-4,3	-0,8%	-1,7	-0,5%	-3,4	-0,9%	-3,3	-1,0%	-2,0	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr			60,9%		-103,6%		4,2%		39,4%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>34,7</b>	<b>6,5%</b>	<b>21,8</b>	<b>5,9%</b>	<b>-46,6</b>	<b>-12,6%</b>	<b>-65,1</b>	<b>-19,9%</b>	<b>-20,4</b>	<b>-5,5%</b>
Steuerquote	8,5%		20,3%		5,6%		6,0%		6,0%	
Ertragssteuern	2,9	0,5%	4,4	1,2%	-2,6	-0,7%	-3,9	-1,2%	-1,2	-0,3%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>31,7</b>	<b>5,9%</b>	<b>17,4</b>	<b>4,7%</b>	<b>-44,0</b>	<b>-11,9%</b>	<b>-61,2</b>	<b>-18,7%</b>	<b>-19,2</b>	<b>-5,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-45,1%		-352,7%		-39,2%		68,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>31,7</b>	<b>5,9%</b>	<b>17,4</b>	<b>4,7%</b>	<b>-44,0</b>	<b>-11,9%</b>	<b>-61,2</b>	<b>-18,7%</b>	<b>-19,2</b>	<b>-5,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-45,1%		-352,7%		-39,2%		68,7%	
Anzahl der Aktien	92,000		92,000		92,000		92,000		92,000	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,34</b>		<b>0,19</b>		<b>-0,48</b>		<b>-0,67</b>		<b>-0,21</b>	

## Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	9,83%
Herr Bernd Geske	9,35%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Ralph Dommermuth Beteiligungen GmbH	5,00%
Puma SE	5,00%
Streubesitz	59,86%

## Termine

### Finanztermine:

19.11.2020                      Ordentliche Hauptversammlung (virtuell)

### Spieltermine:

#### Bundesliga Hinrunde Saison 2020/21 (Auszug):

21.11.2020	Hertha BSC – Borussia Dortmund	(8. Spieltag)
28.11.2020	Borussia Dortmund – 1. FC Köln	(9. Spieltag)
05.12.2020	Eintracht Frankfurt – Borussia Dortmund	(10. Spieltag)
12.12.2020	Borussia Dortmund – VfB Stuttgart	(11. Spieltag)
15.12.2020	SV Werder Bremen – Borussia Dortmund	(12. Spieltag)
18.12.2020	1. FC Union Berlin – Borussia Dortmund	(13. Spieltag)

#### Champions League:

24.11.2020	Borussia Dortmund – Club Brugge
02.12.2020	Borussia Dortmund – Lazio Rom
08.12.2020	Zenit St. Petersburg – Borussia Dortmund

#### DFB-Pokal:

22.12.2020                      Eintracht Braunschweig - Borussia Dortmund

## Kontaktadresse

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA  
Rheinlanddamm 207-209  
D-44137 Dortmund

Internet: [aktie.bvb.de](http://aktie.bvb.de) (Unternehmen) und [www.bvb.de](http://www.bvb.de) (Verein)

### **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Dr. Robin Steden

Tel.:        +49 (0) 231 / 9020 - 2746  
Fax:        +49 (0) 231 / 9020 - 852746  
Email:     [aktie@bvb.de](mailto: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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
24.03.2020	5,00 €	Ausgesetzt	---
10.10.2019	9,57 €	Halten	10,00 €
16.05.2019	8,43 €	Kaufen	10,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	66,7%
Halten	41,7%	33,3%
Verkaufen	6,9%	0,0%
Ausgesetzt	1,4%	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. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder 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](http://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.