

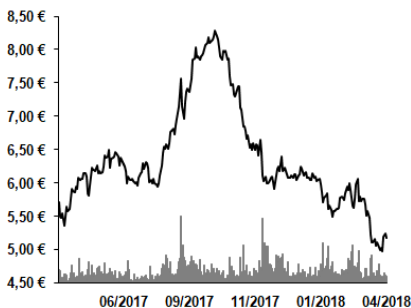
Akt. Kurs (12.04.2018, 10:01 Uhr, Xetra): 5,14 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **7,50 (7,50) EUR**

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
Kurs 12 Mon.:	8,36 €	4,90 €
Aktueller Kurs:	5,14 €	
Aktienzahl ges.:	92.000.000	
Streubesitz:	57,0%	
Marktkapitalis.:	472,4 Mio. €	



Anlagekriterien

Umsatzrekord im Geschäftsjahr 2016/17

Das Geschäftsjahr 2016/17 (bis 30.06.) bescherte Borussia Dortmund mit 405,7 Mio. Euro einen neuen Umsatzrekord. Im Vergleich zum Vorjahreswert von 376,3 Mio. Euro bedeutete dies einen Zuwachs von 7,8 Prozent. Bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb kam es jedoch zu einem Erlösrückgang auf 43,9 (Vj. 46,8) Mio. Euro.

Weitere Fortschritte verzeichnete Borussia Dortmund hingegen im Bereich der Werbung. So erhöhte sich dort der Umsatz um 3,2 Prozent auf 87,4 (84,6) Mio. Euro. Als Wachstumstreiber fungierten die Erlöse aus der TV-Vermarktung. Vor allem durch die Teilnahme an der Champions League und die höhere Ausschüttung aus dem Auslandstopf in der nationalen TV-Vermarktung kletterten die Erlöse hier von 82,6 auf 125,8 Mio. Euro.

Mit 77,3 (95,0) Mio. Euro fielen die Umsätze im Transfergeschäft im abgelaufenen Geschäftsjahr niedriger aus. Kaum Veränderungen gab es bei den Erlösen im Bereich Merchandising. Diese lagen mit 39,5 (39,1) Mio. Euro knapp über dem Vorjahresniveau. Der Bereich Conference, Catering, Sonstige entwickelte sich erfreulich und erwirtschaftete mit 31,9 (27,5) Mio. Euro ein deutliches Umsatzplus.

Während der Materialaufwand nur geringfügig auf 25,9 (25,7) Mio. Euro zulegte, kletterte der Personalaufwand deutlich auf 177,9 (140,2) Mio. Euro. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen im vergangenen Geschäftsjahr von 127,2 auf 132,0 Mio. Euro.

Infolge der gestiegenen Aufwendungen verringerte sich das EBITDA auf 74,1 (86,7) Mio. Euro. Die Investitionen in den Kader ließen auch die Abschreibungen weiter ansteigen. In Summe erhöhten sich diese auf 63,4 (50,2) Mio. Euro, wovon allein 51,9 (39,4) Mio. Euro auf immaterielle Vermögenswerte entfielen. Durch die deutlich höheren Abschreibungen ging das EBIT kräftig auf 10,7 Mio. Euro zurück. Vor Jahresfrist hatte Borussia Dortmund ein EBIT von 36,4 Mio. Euro ausgewiesen. Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter sank ebenfalls von 29,2 auf 8,2 Mio. Euro. Entsprechend ging das Ergebnis je Aktie von 0,32 auf 0,09 Euro zurück. Die Dividende blieb dabei aber unverändert bei 0,06 Euro je Aktie.

Kennzahlen (KGaA)

	15/16	16/17	17/18e	18/19e
Umsatz	376,3	405,7	542,8	447,3
<i>bisher</i>	---	---	512,4	441,3
EBIT	36,4	10,7	65,8	15,7
<i>bisher</i>	---	---	72,7	---
Jahresüb.	29,2	8,2	53,2	11,5
<i>bisher</i>	---	---	52,9	10,6
Erg./Aktie	0,32	0,09	0,58	0,12
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,06	0,06	0,08	0,08
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	16,2	57,5	8,9	41,2
Div.rendite	1,2%	1,2%	1,6%	1,6%

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

Kräftiges Gewinnplus im ersten Halbjahr 2017/18

Nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2017/18 (01.07.-31.12.2017) lag Borussia Dortmund immer noch deutlich über dem Vorjahresniveau, auch wenn das zweite Quartal schwächer ausfiel. Auf der Umsatzseite schlug ein Plus von 45,6 Prozent auf 311,8 (Vj. 214,2) Mio. Euro zu Buche. Dieses starke Wachstum war vor allem durch Erlöse im Bereich Transfer getrieben.

In der ersten Geschäftsjahreshälfte stiegen die Erlöse aus dem Spielbetrieb von 22,3 auf 23,8 Mio. Euro. Dies war vor allem auf höhere Einnahmen aus Freundschaftsspielen zurückzuführen. Die Werbeerlöse legten durch die Erweiterung des Vertrags mit der Opel Automobile GmbH und die Gewinnung neuer Werbepartner kräftig von 40,1 auf 45,3 Mio. Euro zu.

Die Erlöse der nationalen TV-Vermarktung erhöhten sich infolge des neuen TV-Vertrags und eines neuen Verteilermodells. In Summe kamen die gesamten Umsätze aus der TV-Vermarktung um 8,7 Prozent auf 74,2 (68,3) Mio. Euro voran. Deutlich rückläufig gestaltete sich die Entwicklung im Bereich Merchandising. Hier musste Borussia Dortmund einen Rückgang auf 19,4 (23,2) Mio. Euro verkraften. Auch die Umsätze im Bereich Conference, Catering, Sonstige gingen von 15,2 auf 13,0 Mio. Euro zurück.

Einen wahren Sprung vollzogen dagegen die Erlöse aus Transfergeschäften, die sich von 45,2 Mio. Euro auf 136,2 Mio. Euro mehr als verdreifachten. Dies war vor allem auf den Transfer von Ousmane Dembélé zurückzuführen.

Infolge der geringeren Umsätze im Bereich Merchandising verringerte sich auch der Materialaufwand auf 12,2 (14,4) Mio. Euro. Höhere Aufwendungen im Lizenzspielbetrieb in Verbindung mit der Beurlaubung des Trainerteams um Peter Bosz führten zu einem erneuten kräftigen Anstieg bei den Personalaufwendungen auf 94,3 (82,3) Mio. Euro.

Aber auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich deutlich auf 124,2 (69,3) Mio. Euro. Der Zuwachs resultierte aus höheren Aufwendungen für Transfergeschäfte inklusive der darin enthaltenen Restbuchwerte der veräußerten Spieler. Trotz allem verbesserte sich das EBITDA im Berichtszeitraum von 49,9 auf 83,9 Mio. Euro.

Die Investitionen in den Spielerkader brachten auch einen weiteren Anstieg der Abschreibungen auf 36,2 (31,6) Mio. Euro mit sich. Für das EBIT bedeutete dies im ersten Halbjahr mehr als eine Verdopplung auf 47,7 (18,2) Mio. Euro. Auch der Periodenüberschuss nach Steuern legte kräftig von 15,6 auf 39,4 Mio. Euro zu. Dadurch kletterte auch das Ergebnis je Aktie im ersten Halbjahr von 0,17 auf 0,43 Euro.

Sportlich gemischtes Bild

Betrachtet man die sportliche Entwicklung im bisherigen Saisonverlauf, ergibt sich ein sehr gemischtes Bild. Nach einem hervorragenden Saisonauftakt folgte in der Bundesliga eine langanhaltende Durststrecke, die zur Trennung vom Trainerteam um Peter Bosz führte. Seitdem spielte die Mannschaft zwar selten überzeugend, konnte sich aber stabilisieren, und angesichts der vorhandenen Schwankungen der Konkurrenz liegt Borussia Dortmund aktuell auf dem dritten Platz, der zur Teilnahme an der Champions League in der Saison 2018/19 berechtigt.

Im DFB-Pokal schied der BVB in der Runde der letzten 16 Mannschaften aus. Allerdings musste Borussia Dortmund hier auch bei Bayern München antreten. Absolut enttäuschend verlief der Auftritt auf internationalem Parkett. Nachdem gegen Real Madrid und Tottenham jeweils Niederlagen zu verbuchen gewesen waren, konnte selbst gegen APOEL Nikosia kein Sieg eingefahren werden. Mit gerade einmal zwei Punkten in der Gruppenphase qualifizierte sich Borussia Dortmund als Dritter für die weitere Teilnahme an der Europa League. Hier konnte der BVB zunächst glücklich Atalanta Bergamo ausschalten, scheiterte dann aber nach zwei äußerst schwachen Auftritten an RB Salzburg.

GSC-Schätzungen erneut angepasst

Nach dem Transfer von Pierre-Emerick Aubameyang zu Arsenal London haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen noch einmal überarbeitet. Wir rechnen nun im laufenden Geschäftsjahr 2017/18 mit einem Umsatzsprung von 33,8 Prozent auf 542,8 Mio. Euro. Auch beim EBIT erwarten wir eine kräftige Steigerung auf 65,8 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir nun bei 53,2 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,58 Euro. Angesichts der prognostizierten positiven Entwicklung rechnen wir mit einer Anhebung der Dividende auf 0,08 Euro je Aktie.

Im Folgejahr 2018/19 gehen wir von einem Umsatzrückgang auf 447,3 Mio. Euro aus. Allerdings sind hierin lediglich normalisierte Transfererträge enthalten. Auf dieser Basis sehen wir das EBIT unverändert bei 15,7 Mio. Euro. Beim Jahresüberschuss nach Steuern erwarten wir ein Ergebnis von 11,5 Mio. Euro gleichbedeutend mit einem Ergebnis je Aktie von 0,12 Euro. Auf dieser Basis können wir uns eine konstante Dividendenausschüttung von 0,08 Euro je Aktie vorstellen.

Bewertung und Fazit

Nach dem sehr erfolgreichen Saisonauftakt kam der sportliche Motor bei Borussia Dortmund deutlich ins Stottern. Vor allem auf internationalem Parkett waren die Auftritte in dieser Saison absolut unbefriedigend. In der Bundesliga liegt der BVB fünf Spieltage vor Saisonende auf dem dritten Rang. Allerdings stehen noch einige schwere Spiele an, speziell in den beiden kommenden Partien gegen den FC Schalke 04 und Bayer Leverkusen sind direkte Konkurrenten um die begehrten Champions-League-Plätze zu meistern. Mit dem vorhandenen Potenzial und angesichts des aktuellen Vorsprungs sollte aber auch in diesem Jahr die Qualifikation für die Champions League gelingen.

Personell stellt Borussia Dortmund die Weichen für die Zukunft. So haben die beiden Geschäftsführer Thomas Treß und Hans-Joachim Watzke ihre Verträge verlängert. Besonders erfreulich war auch die vorzeitige Vertragsverlängerung von Marco Reus bis zum Ende der Saison 2023. Positiv entwickeln sich weiterhin die Erlöse aus dem TV-Vertrag. Dieser wird Borussia Dortmund auch in den kommenden Jahren steigende Einnahmen bescheren.

Aber auch im Bereich Werbung kommt Borussia Dortmund angesichts der starken Markenbekanntheit weiter voran. Immer stärker in den Vordergrund rücken jedoch die Transfererlöse, die mittlerweile astronomische Summen erreichen. Angesichts des derzeit bestehenden Verkäufermarktes sehen wir hier für Borussia Dortmund mit der Vielzahl talentierter junger Spieler noch weiteres Potenzial.

Angesichts der enormen Auswirkungen von Transfers sind unsere Prognosen mit hohen Unsicherheiten verbunden. In Summe sehen wir hier für Borussia Dortmund auf der finanziellen Seite eher positive Ausreißer, auch wenn dies sportlich zu einem Qualitätsverlust führen dürfte. Die Internetseite www.transfermarkt.de veranschlagt den Wert des BVB-Kaders aktuell auf knapp 405 Mio. Euro. Vor dem Hintergrund der derzeitigen Ablösesummen halten wir diesen Wert für konservativ. Daneben gewinnt der generelle Markenwert von Borussia Dortmund zunehmend an Bedeutung.

Mit Blick auf den noch entwicklungsfähigen Kader sind wir trotz der bislang sportlich durchwachsenen Saison für die weitere Zukunft von Borussia Dortmund positiv gestimmt. Angesichts dessen bestätigen wir unser Kursziel für die BVB-Aktie von 7,50 Euro und belassen unsere Einschätzung bei „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

Borussia Dortmund KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2014/15		2015/16		2016/17		2017/18e		2018/19e	
Umsatzerlöse	276,0	94,2%	376,3	99,1%	405,7	99,0%	542,8	99,1%	447,3	99,0%
Veränderung zum Vorjahr			36,3%		7,8%		33,8%		-17,6%	
Sonstige betriebliche Erträge	17,0	5,8%	3,5	0,9%	4,2	1,0%	4,7	0,9%	4,5	1,0%
Veränderung zum Vorjahr			-79,3%		21,0%		10,7%		-4,3%	
Gesamtleistung	293,0	100,0%	379,8	100,0%	409,9	100,0%	547,5	100,0%	451,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			29,6%		7,9%		33,6%		-17,5%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	117,9	40,2%	140,2	36,9%	177,9	43,4%	193,6	35,4%	202,8	44,9%
Veränderung zum Vorjahr			18,9%		26,9%		8,8%		4,8%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	119,5	40,8%	152,9	40,3%	157,9	38,5%	216,2	39,5%	160,3	35,5%
Veränderung zum Vorjahr			27,9%		3,3%		36,9%		-25,9%	
EBITDA	55,6	19,0%	86,7	22,8%	74,1	18,1%	137,7	25,2%	88,7	19,6%
Veränderung zum Vorjahr			55,9%		-14,5%		85,9%		-35,6%	
Abschreibungen	42,4	14,5%	50,2	13,2%	63,4	15,5%	71,9	13,1%	73,0	16,2%
Veränderung zum Vorjahr			18,4%		26,2%		13,4%		1,5%	
EBIT	13,2	4,5%	36,4	9,6%	10,7	2,6%	65,8	12,0%	15,7	3,5%
Veränderung zum Vorjahr			176,8%		-70,7%		517,4%		-76,1%	
Finanzergebnis	-7,2	-2,4%	-2,1	-0,6%	-1,5	-0,4%	-3,6	-0,7%	-2,3	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr			70,7%		26,6%		-133,9%		36,1%	
Ergebnis vor Steuern	6,0	2,0%	34,3	9,0%	9,1	2,2%	62,2	11,4%	13,4	3,0%
Steuerquote	7,8%		14,3%		10,0%		14,5%		14,5%	
Ertragssteuern	0,5	0,2%	4,9	1,3%	0,9	0,2%	9,0	1,6%	1,9	0,4%
Jahresüberschuss	5,5	1,9%	29,4	7,8%	8,2	2,0%	53,2	9,7%	11,5	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			432,1%		-72,1%		547,8%		-78,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,2		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,3	1,8%	29,2	7,7%	8,2	2,0%	53,2	9,7%	11,5	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			455,9%		-71,9%		547,8%		-78,5%	
Anzahl der Aktien	92,000		92,000		92,000		92,000		92,000	
Gewinn je Aktie	0,06		0,32		0,09		0,58		0,12	

Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	14,78%
Herr Bernd Geske	9,26%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Puma SE	5,00%
Dimensional Holdings Inc.	3,01%
Streubesitz	56,99%

Termine

Finanztermine:

15.05.2018 Zahlen drittes Quartal 2017/18

Spieltermine:

Bundesliga Rückrunde Saison 2017/18 (Auszug):

15.04.2018	FC Schalke 04 – Borussia Dortmund	(30. Spieltag)
21.04.2018	Borussia Dortmund – Bayer 04 Leverkusen	(31. Spieltag)
29.04.2018	SV Werder Bremen – Borussia Dortmund	(32. Spieltag)
05.05.2018	Borussia Dortmund – 1. FSV Mainz 05	(33. Spieltag)
12.05.2018	TSG 1899 Hoffenheim – Borussia Dortmund	(34. Spieltag)

Kontaktadresse

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

Internet: 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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
05.12.2017	5,95 €	Kaufen	7,50 €
16.03.2017	5,39 €	Halten	6,00 €
13.10.2016	5,18 €	Halten	5,40 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	30,9%	50,0%
Halten	63,2%	44,4%
Verkaufen	5,9%	5,6%

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), 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.