

Borussia Dortmund (SDAX)

# Investitionen in Infrastruktur und Spielerkader

Ausgehend von € 4.09, die am 14.12.2014 notiert wurden (s. NJ 1/15), gab es bis am 14.01.2016 mit € 4.02 einen ähnlichen Kurs, bevor die grassierende Angst an den Börsen auch die Aktie des einzigen börsennotierten Fußballvereins hier zu Lande ohne neue Meldungen mit sich riss und auf € 3.60 drückte. Bis zum Redaktionsschluss kam es zu einer leichten Erholung auf € 3.74. Das ermäßigte Niveau bietet u. E. damit noch mehr Chancen als zuvor.

Interessenten für die BVB-Aktie sollten für sich jedoch vorab die Frage klären, ob sie sich streng rational mit einer Investition und dem Ziel einer attraktiven Rendite beschäftigen oder ob sie sich nicht eher als Anhänger des Fußballsports und vielleicht sogar als Fan des Klubs engagieren. Dann besteht naturgemäß die Möglichkeit, nicht immer rational auf Kursbewegungen zu reagieren oder sogar zum Daueranleger zu werden. Die Perspektive, dass sich eine langjährige Bindung über die Aktie nicht nur emotional, sondern auch finanziell lohnt, ist aus unserer Sicht durchaus vorhanden.

### Ein Blick zurück

Der Verfasser, seit seiner Kindheit, des öfteren leidgeprüfter Fan des VfL Bochum, der seine Gegner nur selten, wie von Herbert Grönemeyer besungen, mit einem Doppelpass „nass“ macht, besuchte erstmals am 25.11.2003 eine Hauptversammlung der Borussia Dortmund GmbH & Co. Kommanditgesellschaft auf Aktien. Ohne an dieser Stelle vertieft auf die damalige, existenzbedrohende Finanzsituation einzugehen, als der Kurs mit € 3.27 einen Börsenwert von

€ 74 Mio. repräsentierte, fällt eine Parallele zur vorjährigen Hauptversammlung am 23.11.2015 auf, denn sowohl 2003 als auch 2015 wurde für das folgende Jahr die Teilnahme an der Champions League verpasst.

### Nicht mehr vergleichbar

Das ist aber auch die einzige Ähnlichkeit, die sich im Abstand von zwölf Jahren findet: Gegen das Fehlen in der Champions League war der Verein jetzt versichert und in der UEFA Europa League wurde, anders als damals, die Gruppenphase erreicht. Inzwischen ist Borussia nicht nur schuldenfrei, sondern verfügt über liquide Mittel (um nicht das Wort vom „Festgeld“ zu benutzen) von € 53.7 Mio. zur Jahresmitte 2015 und kann über sämtliche Vermögenswerte einschließlich des Stadions frei verfügen. Zu den Ankeraktionären gehören neben AR-Mitglied Bernd Geske erste Adressen wie Evonik, Puma und Signal Iduna. Der Börsenwert liegt auch nach dem Kursrückgang noch bei € 344 Mio., während sich der Bilanzwert der Sachanlagen auf € 189.5 Mio. beläuft und die Transferwerte des Spielerkaders nach seriösen Schätzungen mit ca. € 300 Mio. angesetzt werden können.

### 2014/15: Sportlich unbefriedigend, wirtschaftlich erfolgreich

Dennoch gab es auch im vergangenen Jahr nach dem Auslaufen des Kursaufschwungs im Vorfeld der Kapitalerhöhung im Herbst 2014 eine Kursdelle, als sich abzeichnete, dass die Teilnahme an der Champions League verpasst und dass Jürgen Klopp den Verein verlassen würde. Mit € 3.11 notierte die Aktie am 18.06.2015 um 24 % unter ihrem Dezemberebene, um sich anschließend in

die Region von € 4.- zu erholen, als deutlich wurde, dass die Ängste vor den finanziellen Auswirkungen übertrieben waren. Eine vergleichbare Bewegung fand übrigens auch schon vor zwölf Jahren statt.

Sportlich schloss die Saison 2014/15 mit dem siebten Tabellenplatz in der Bundesliga sowie dem Erreichen des CL-Achtelfinales und der Teilnahme am Endspiel im DFB-Pokal ab. Bilanzuell beendete der Konzern das Geschäftsjahr 2014/15 (30.06.) mit einem Umsatzanstieg um 5.9 % auf € 276 (260.7) Mio. Die Aufteilung und die Entwicklung der Erlöse auf die einzelnen Geschäftsfelder weisen, wie die beiden Grafiken auf der nächsten Seite zeigen, durchweg Potenzial auf, wobei der Bereich Transfer bei aller Bedeutung nicht als originäre Einnahmequelle gesehen werden sollte.

### Bilanzstruktur stark verbessert

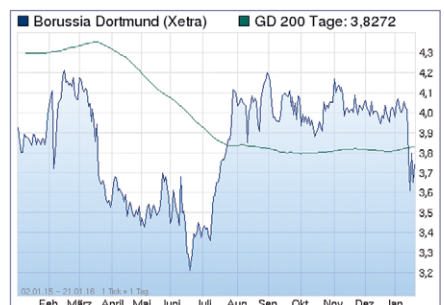
Trotz der gestiegenen Einnahmen sorgten höhere Personalkosten von € 117.9 (107.8) und Abschreibungen von 42.4 (30.7) Mio., vor allem im Bereich des Spielerkaders, sowie Sonstige betriebliche Aufwendungen von € 98.8 (88.7) Mio. für ein auf € 13.2 (18.5) Mio. gesunkenes EBIT. Mit der Ablösung aller Darlehen kletterte das Finanzergebnis auf € -7.2 (-3.9) Mio. Der Jahresüberschuss von € 5.5 (12) Mio. entsprach € 0.06 (0.19) je Aktie. Die Dividende wurde durch Beschluss der HV bei einem operativen Cashflow von € 16.9 (26.4) Mio. auf € 0.05 (0.10) je Aktie gesenkt.

Fundament für das künftige Wachstum „aus eigener Kraft“ (s. NJ 1/15) sind die nochmals verbesserten Bilanzrelationen, Trotz der auf € 386.5 (282.3) kräftig ausgeweiteten Bilanzsumme entfällt auf

**Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, Dortmund**  
**Telefon:** 0231/9020-0  
**Internet:** www.borussia.dortmund.de  
**ISIN DE0005493092,**  
 92 Mio. Stückaktien, AK € 92 Mio.  
**Aktionäre:** Evonik Industries 14.78 %, Bernd Geske 8.80 %, BV Borussia 09 e.V. 5.53 %, Signal Iduna 5.43 %, Puma 5.00 %, Streubesitz 60.46 %

Kennzahlen	2014/15	2013/14
Umsatz	276 Mio.	260.7 Mio.
EBITDA	55.9 Mio.	49.1 Mio.
Jahresergebnis	5.5 Mio.	12 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.06	0.19
EK-Quote	74 %	49.7 %

**Kurs am 21.01.2016:**  
 € 3.74 (Xetra), 4.26 H / 3.11 T  
**KGV 2014/15 62, KBV 1.23 (9/15)**  
**Börsenwert: € 344 Mio.**



Die sportlichen Erfolge sind noch nicht im Kurs sichtbar.

**FAZIT:** Wirtschaftlich stand die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA noch nie in ihrer 116jährigen Geschichte so gut da wie jetzt. Es ist gelungen, den sportlichen mit dem wirtschaftlichen Erfolg in Einklang zu bringen. Diese besondere Herausforderung zwischen „Ball und Börse“ ist gemeistert worden. Kurzfristig bietet die kommende Europameisterschaft ein ideales Umfeld für den Fußball, und die Champions League in der nächsten Saison ist das wichtigste Etappenziel auf dem Weg, den BVB dauerhaft unter Europas Spitzenklubs zu etablieren. Dann können vor allem die Einnahmen aus TV, Sponsoring und Merchandising stark ansteigen, um die Investitionen in Infrastruktur und Spieler problemlos zu stemmen, und dann wird auch der Kurs folgen. **KH**

Chart: Ariva.de AG; Foto: Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

das erhöhte Eigenkapital von € 286.1 (145.2) Mio. nunmehr ein Anteil von 74 (51.4) %; die langfristigen Vermögenswerte von € 289.5 (249.2) Mio. sind mit Eigenmitteln gedeckt. Auf die Immateriellen Vermögenswerte, also in erster Linie den Spielerkader, entfallen € 96.3 (61.6) Mio.

**Erfolgreicher Saisonauftakt**

Das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2015/16 per 30.09.2015 war geprägt von einem erfreulichen Start in die Bundesliga-Saison und von erfolgreichen Auftritten in der Euro League und dem DFB-Pokal. Der neue Trainer Thomas Tuchel erwies sich bisher als Glücksfall für den BVB. Der Konzernumsatz sprang um 28.6 % auf € 90 (70) Mio., wobei sich zusätzliche Heimspiele und die Asienreise positiv, geringere TV-Einnahmen negativ auswirkten. Der Großteil des Anstiegs entfiel jedoch auf das Transfergeschäft, das € 16.8 (3.6) Mio. beisteuerte. Gleichzeitig waren jedoch höhere Abschreibungen beim Spielerkader notwendig. Da auch Personal- und Sonstiger betrieblicher Aufwand zunahm, rutschte das Quartalergebnis mit € -5.6 (2.4) Mio. bzw. € -0.06 (0.03) je Aktie in den roten Bereich. Bei einer von € 386.5 auf 417.7 Mio. gegenüber dem 30.06. gestiegenen Bilanzsumme errechnet sich bei einem Eigenkapital von € 280.4 (286.1) Mio. eine EK-Quote von 67.1 %. Die liquiden Mittel beliefen sich auf € 47.6 Mio.

**Primat der Wettbewerbsfähigkeit**

Der Hinweis auf das EBITDA im Q1 von € 13.9 Mio. richtet den Blick auf eine nach dem Abbau der Darlehen neu ausgerichtete Strategie, die vom Geschäftsführer Hans-Joachim Watzke bereits in der Bi-



*Bundesliga-Heimspiele von Borussia Dortmund sind mit rund 83 000 Zuschauern ausnahmslos ausverkauft; einzigartig ist die legendäre Südtribüne.*

lanzpressekonferenz zum Geschäftsjahr 2014/15 am 21.08.2015 explizit erläutert wurde. Watzke erklärte, welcher Anspruch erhoben und welcher Weg zur dauerhaften Positionierung in der Champions League, der Königsklasse des europäischen Fußballs, künftig beschritten wird (s. NJ Extra Nr. 453 vom 26.08.2015). Das „Primat der Wettbewerbsfähigkeit“ rückt ins Zentrum der weiteren Entwicklung. Das Nettoergebnis steht künftig nicht mehr im Vordergrund, sondern das im EBITDA ausgedrückte operative Ergebnis. Diese vor Abschreibungen ermittelte Kennziffer zeigt die Ertragskraft, bevor Abschreibungen auf Immaterielle Werte, also den Spielerkader, die zumeist doppelt so hoch ausfallen wie in Industrieunternehmen, das Bild verzerren. Immerhin wurde im sportlich unbefriedigenden Geschäftsjahr 2014/15 ein EBITDA von € 55.6 (43.5) Mio. erwirtschaftet.

**Dauerhaft in der Champions League**

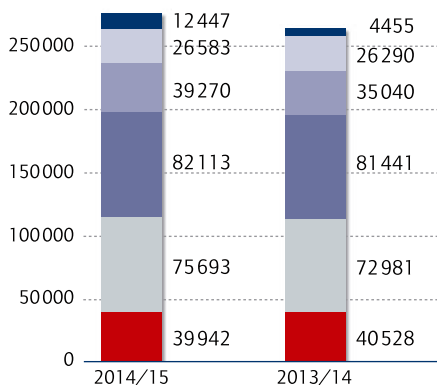
„Um sportlichen und wirtschaftlichen Erfolg nachhaltig in Einklang zu bringen, bedarf es daher einer strategischen und mithin kreativen Herangehensweise sowie einer möglichst effizienten Allokation erwirtschafteter finanzieller Mittel im sportlichen Bereich“, führte Thomas Treß, für die Finanzen zuständiger Geschäftsführer, bereits im Dezember 2014 im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal aus. Dieser Strategie folgt das Management stringent, denn um mit Europas Spitzenclubs mithalten zu können, müssen die Borussen permanent in der Champions League vertreten sein, denn nur der sportliche Erfolg an der Spitze sichert die notwendigen Einnahmen, um auch Spitzenkräfte verpflichten und, fast noch wichtiger, halten zu können. Es gibt zwar bereits jetzt nur eine Handvoll Klubs in Europa, die Borussias Spitzenpersonal abwerben könnten, doch steigt z. B. die Gefahr mit den üppigen Fernsehgeldern in der englischen Premier League. Der Aufstieg in die absolute Spitzenklasse ist daher für einen deutschen Verein tatsächlich nur über das „Primat der Wettbewerbsfähigkeit“ zu schaffen, da hier zu Lande vom Fernsehen (noch) nicht ein goldenes Füllhorn ausgeschüttet wird. Die trotz des vielen Geldes oft wenig überzeugende fußballerische Leistung in England dürfte dafür sorgen, dass mancher umworbene Spitzenkicker nicht nur auf das Gehalt schauen dürfte. Warum soll nicht die Mannschaft, die soeben mit einem 3:1-Sieg über Borussia Mönchengladbach überzeugend in die Rückrunde startete, gezielt verstärkt, einen dauerhaften sportlichen und wirtschaftlichen Aufschwung einläuten?

Klaus Hellwig

**Weiteres Einnahmepotenzial vorhanden**

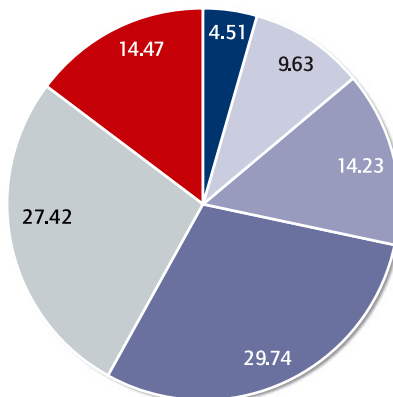
- Transfergeschäfte    ■ Conference, Catering, Sonstige    ■ Merchandising
- TV-Vermarktung    ■ Werbung    ■ Spielbetrieb

Umsätze in T€



Quelle: Borussia Dortmund AG

Umsätze in %



## Borussia Dortmund (SDAX)

## „Keine Schulden für sportlichen Erfolg“

Das Nebenwerte-Journal begleitet die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA seit zwölf Jahren. Langjährige Leser wissen also um den eindrucksvollen Turn-around, der nach einer vermeintlichen Insolvenz anschließend mit sportlichem Erfolg an die europäische Spitze führte und die wirtschaftliche Gesundung ermöglichte. Schuldenfrei und mit rund € 50 Mio. an liquiden Mitteln ausgestattet, wird ein neues Ziel anvisiert, um den Verein und die Gesellschaft dauerhaft in einer europäischen Spitzenposition zu etablieren. Über den Weg bis heute und in der Zukunft sprachen wir mit Thomas Treß, dem für die Finanzen zuständigen Geschäftsführer, der sich nach den Zeiten, in denen der Abbau der Verschuldung im Vordergrund stand, nunmehr auch mit dem optimalen Einsatz hoher liquider Mittel beschäftigen wird.

**NJ:** Herr Treß, wann wussten Sie, wir sind über dem Berg?

**Treß:** Die im Jahr 2005 begonnene Restrukturierung von Borussia Dortmund wurde durch die Ablöse der Kreditverbindlichkeiten gegenüber Morgan Stanley im Frühsommer 2008 abgeschlossen. Dieser Zeitpunkt markierte den Wendepunkt in der jüngeren Entwicklung von Borussia Dortmund. Als schließlich Morgan Stanley Anfang Mai 2010 ihre gehaltene Aktienposition komplett über dem Markt abgebaut hatte, begann sich auch der Aktienkurs im Nachgang entsprechend zu entwickeln. Mit der Verpflichtung des Trainers Jürgen Klopp und der in der Folgezeit einhergehenden sportlichen und wirtschaftlichen Entwicklung begann sodann der Aufstieg von Borussia Dortmund zu einem europäischen Spitzenklub.

**NJ:** Was hat der BVB nach der damaligen unterstützenden Investmentbank Morgan Stanley zu verdanken, gibt es noch Verbindungen?

**Treß:** Über die seinerzeitigen Geschäftsbeziehungen hinaus gab und gibt es keine weiteren Verbindungen. Es besteht jedoch auf Grund der erfolgreichen Restrukturierung noch persönlicher Kontakt zu den seinerzeit handelnden Personen.

**NJ:** Nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung, Ankeraktionären und ca. € 50 Mio. auf einem BVB-Festgeldkonto gilt das Postulat der „Wettbewerbsfähigkeit“. Was müssen die Aktionäre darunter verstehen?

**Treß:** Zunächst einmal den ambitionierten Wachstumskurs von Borussia Dortmund. Wir beabsichti-



Thomas Treß verwaltet künftig liquide Mittel und keine Schulden.

gen – wie auch in den vergangenen Geschäftsjahren – weiter vernünftig zu wirtschaften und zu wachsen. Unser Fokus gilt dabei insbesondere der Entwicklung des EBITDA. Finanzverbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen keine mehr. Wir beabsichtigen weiterhin sowohl in Infrastruktur als auch in den Spielerkader zu investieren. Das Ganze indes unter der Maxime „Keine Schulden für sportlichen Erfolg“. Ferner geht es uns darum, unsere relative Wettbewerbsfähigkeit im Kampf um die Qualifikationsplätze für die UEFA Champions League weiter auszubauen.

**NJ:** Wie sieht es vor diesem Hintergrund mit der Dividende für die Aktionäre aus?

**Treß:** Die ordentliche Hauptversammlung der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA hat am 23.11.2015 einen Beschluss über die Gewinnverwendung für das Geschäftsjahr 2014/2015 gefasst, u. a. beschlossen, eine Dividende von € 0.05 je Aktie auszuschütten. Borussia Dortmund hat damit im vierten Jahr in Folge eine Dividende ausgeschüttet. Wie in der Vergangenheit auch, ist neben einer Erzielung eines entsprechenden Ergebnisses, das eine Ausschüttung rechtfertigen muss, immer und stets auch die Cashflow-Situation entscheidende Größe für den Vorschlag einer Gewinnverwendung, die keinesfalls die sportliche und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit von Borussia Dortmund schwächen darf.

**NJ:** Durch die Konstruktion der KGaA sichert sich der Verein seinen Einfluss, wäre überhaupt eine andere Konstruktion denkbar?

**Treß:** Theoretisch ist eine andere Rechtsform ohne weiteres denkbar. Insoweit gilt für Borussia Dortmund wie für viele andere Unternehmen auch eine Wahlfreiheit, sich für eine als geeignet gehaltene Rechtsform zu entscheiden. Es darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass für alle Lizenznehmer der Bundesliga die sogenannte „50 + 1 Regel“ als grundlegende Verbandsnorm zu beachten ist und bleibt. Ungeachtet davon fühlen wir uns in der derzeitigen Rechtsform richtig aufgehoben und beabsichtigen keine Änderungen.

**NJ:** Unsere Abonnenten denken in der Regel langfristig und investieren auch so. Wo sehen Sie den Verein und die KGaA in fünf Jahren?

**Treß:** Wie bereits erwähnt ist es unser Ziel, weiterhin wirtschaftlich und sportlich gesund zu wachsen. Wir haben bereits vor einigen Jahren für das Jahr 2018 uns zum Ziel gesetzt, nachhaltig Umsätze über € 300 Mio. zu erzielen. Hier wollen wir vor allem in den Umsatzsegmenten Sponsoring und Merchandising wachsen. Darüber hinaus ist ein weiteres Wachstum umsatzseitig aus dem Anstieg der durch die DFL bzw. die UEFA zentral vermarkteten Rechte zu erwarten. So werden die TV-Rechte der Bundesliga für die Zeit nach dem 01.07.2017 in Kürze von der DFL ausgeschrieben.

**NJ:** Herr Treß, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig