



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA



**Branche: Fußballunternehmen**

**Update**

**27. November 2006**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**

**BORUSSIA DORTMUND 4)**

Akkumulieren  
vorher: Verkaufen vom 16.03.2005

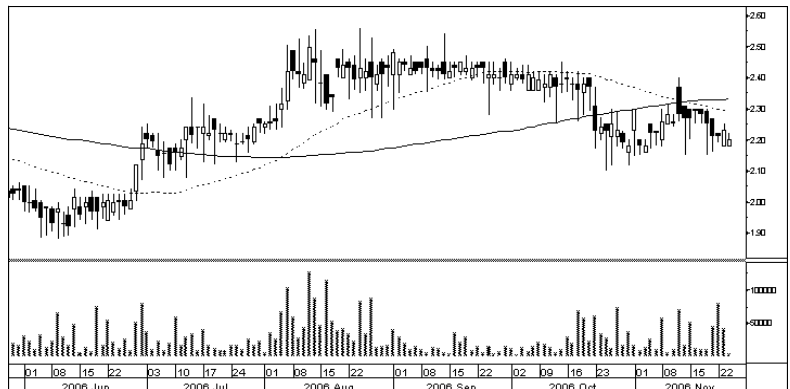
**Ereignis:**

Zahlen Q1 2006/07

**Einschätzung:**

Akkumulieren

<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Borussia Dortmund

**Ersteller:** Pierre Drach (Senior Analyst);  
Dirk Werner (Analyst)

- ⇒ **Bereits die Zahlen für das Geschäftsjahr 2005/06 (30.06.) fielen auf operativer Ebene besser als von uns erwartet aus (EBIT: -12 (-75,8) Mio. Euro; unsere Prognose: -16,2 Mio. Euro) und spiegeln die konsequente und erfolgreiche Sanierung wider**
- ⇒ **Das Q1 2006/07 verlief ebenfalls positiv und war deutlich durch den Transfererlös des Nationalspielers David Odonkor geprägt. Auf Basis des positiven operativen Verlaufs hob der BVB die EBT-Prognose für das Gesamtjahr auf 9-10 Mio. Euro**
- ⇒ **Auf Basis unserer Substanzwertberechnung senken wir das Kursziel auf 2,45 (alt: 2,55) Euro und votieren unverändert mit Akkumulieren. Zusätzliche Kursphantasie bietet u.E. die mögliche Qualifikation für einen internationalen Wettbewerb in der laufenden Saison**

Borussia Dortmund		Fußballunternehmen		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	30. Jun	Rel. 1 Monat	-2,3			
Aktienanzahl (Mio.)	61,425	www.borussia-dortmund.de		Rel. 3 Monate	-16,5			
Ø Tagesumsatz	29.111	Letzte Dividende (Euro)	-	Rel. 6 Monate	-1,0			
ISIN	DE0005493092	Zahltag Dividende	-	Rel. 12 Monate	-16,9			
Kurs (Xetra)	2,19 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	135,7	Beta	0,26			
24.11.2006 17:11 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	24,1			
52W Hoch	2,60	Datum	01.12.05	CDAX	0,009%			
52W Tief	1,84	Datum	22.05.06	EUROKICK	3,504%			
Aktionäre:	Absolute Capital Management 17,2%; Blue Bay 17,1%; Morgan Stanley 16,3%; BV. Borussia 09 e.V. Dortmund 7,2%; Bernd Geske 6,0%; Och-Ziff Management Europe 5,4%; Streubesitz 30,8%							
Beteiligungen:	gool.de sportswear GmbH 100%; Sports & Bytes GmbH 100%; BVB Merchandising GmbH 100%; Westfalenstadion Dortmund Verwaltungs GmbH 100%; BVB Stadion GmbH (Rechtsnachfolger der Westfalenstadion Dortmund GmbH und Co. KG) 99,7%; B.E.S.T. GmbH 51%; Orthomed GmbH 33,4%							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07/08e:	2,2
2004/05	73,9	-75,8	-78,7	-78,7	-2,69	neg.	EV/EBIT 07/08e:	19,0
2005/06(e)	83,3	-12,0	-2,8	-3,8	-0,09	neg.	Div-Rendite 06/07e:	0,0%
2006/07e	89,8	11,0	9,0	9,0	0,16	14,0	CAGR Umsatz 04/05-07/08e:	5,2%
2007/08e	86,0	10,0	9,0	8,0	0,13	16,8	CAGR JÜ 04/05-07/08e:	-
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: HGB

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

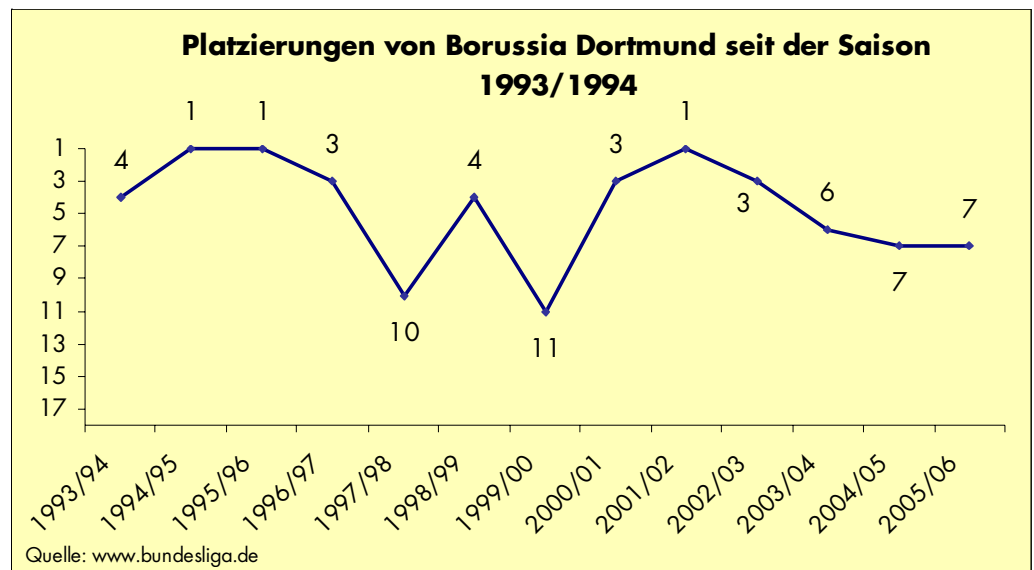
**BVB - Das Unternehmen**

*Einer der führenden europäischen Fußballvereine*

Borussia Dortmund zählt nach wie vor zu den führenden europäischen Fußballvereinen, auch wenn die sportliche Entwicklung in den letzten beiden Jahren zu keiner Teilnahme an internationalen Wettbewerben führte. Neben den nationalen und internationalen Erfolgen in den letzten 10 Jahren spricht vor allem eine der höchsten Zuschauerzahlen aller europäischen Vereine, gepaart mit einer großen Vereinstreue der Fans, die Mitgliedschaft in der G-14, dem Zusammenschluss der 18 Top-Clubs (zu der aus Deutschland Bayern München, Borussia Dortmund und Bayer Leverkusen) zählen und die starke Marke.

*Eines der größten Stadien Europas; hohe Zuschauerzahlen*

Der 1909 gegründete Club (BVB - Ballspiel-Verein Borussia 1909) ist seit fast 100 Jahren einer der führenden deutschen Fußballvereine. In der seit rund 40 Jahren bestehenden Bundesliga ist der BVB mit der Ausnahme 1972/73 bis 1975/76 immer vertreten gewesen. Der Verein gewann 6 deutsche Meistertitel (zuletzt 2002), zwei Mal den deutschen Pokal sowie mehrere internationale Titel (1997 Champions League). Die sportlichen Erfolge des BVB konnten sich damit durchaus sehen lassen, zudem gehört der umgebaute SIGNAL IDUNA PARK (früher: Westfalenstadion) mit 81.264 Zuschauern zu den größten Stadien in Europa. Insbesondere die Zuschauerzahlen sind in Europa führend. So



Borussia Dortmund: Teilnahme an Europäischen Wettbewerben															
	92/93	93/94	94/95	95/96	96/97	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	
Champions-League				✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓			
UEFA-Cup		✓	✓	✓				✓		✓		✓			
<b>Heimspiele</b>															∅
Bundesliga	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Internationale Wettbewerbe	6	4	5	4	5	6	-	6	-	8	6	3	-	-	3,8
<b>Summe</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>20,8</b>

Quelle: UEFA; DFB; Borussia Dortmund

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Organigramm der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA



Quelle: Borussia Dortmund

rangierte der BVB mit durchschnittlich 72.808 Zuschauern in Deutschland in der vergangenen Bundesligasaison deutlich auf Platz 1 vor Bayern München und Schalke 04. In Europa gehört der BVB in dieser Kategorie ebenfalls zu den Top-Clubs. Lediglich beim FC Barcelona kamen in der abgelaufenen Saison mit 74.081 mehr Zuschauer ins Stadion.

Das Management von Borussia Dortmund besteht aus Hans-Joachim Watzke (Vorsitzender) und Thomas Treß. Diplom-Kaufmann Watzke ist seit 1996 Mitglied beim BVB und wurde Mitte Februar 2005 zum Geschäftsführer bestellt. Zuvor hatte er das Amt des Schatzmeisters des e.V. inne. Thomas Treß, ebenfalls Diplom-Kaufmann, ist zweiter Geschäftsführer und insbesondere für die Bereiche Finanzen und Organisation verantwortlich. Zuvor war Treß Partner der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft RölfsPartner und hatte bereits im Rahmen dieser Tätigkeit die Sanierung des Unternehmens Borussia Dortmund begleitet. Beide Geschäftsführer stehen für den neu eingeschlagenen Kurs und waren an der wirtschaftlichen Sanierung (vgl. Finanzteil) vor allem auf der Kostenseite und dem Abbau und die Neuordnung des vom vorherigen Management aufgebauten Schuldenbergs beteiligt.

*Neues Management sanierte sehr erfolgreich*

---

*Rechtsform der Aktie ungewöhnlich*


---

## Investmentkriterien

Der Kommanditaktionär von Borussia Dortmund investiert in eine KGaA, damit hat er weniger Rechte als ein normaler Aktionär. Die KGaA ist eine Mischform aus Kommanditgesellschaft und Aktiengesellschaft. Neben einem persönlich haftenden Gesellschafter (Komplementär; hier: Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH), der die Geschäfte der Gesellschaft leitet, sind die Kommanditisten als Aktionäre beteiligt. Die Geschäftsführungs-GmbH wird durch einen Beirat kontrolliert. Allerdings sind die Rechte und der Einfluss der Kommanditaktionäre deutlich eingeschränkt. Sie können über den Aufsichtsrat keinen Einfluss auf personelle und sachliche Entscheidungen wahrnehmen. Die Bestellung der Geschäftsführer erfolgt alleine durch die Komplementärin, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung haben darauf keinen Einfluss. Es existieren noch diverse weitere Sonderfaktoren, die z.B. im Emissionsprospekt von Borussia Dortmund (siehe deren Internetseite) nachzulesen sind.

---

*Interne und externe Einflussfaktoren*


---

Faktoren bei der Anlage in die BVB-Aktie sind u.a.:

- ⇒ Mangelnder sportlicher Erfolg, bis zum Abstieg aus der 1. Bundesliga, sind möglich. Dies kann durch schwache sportliche Leistungen erfolgen, aber auch aus der Verletzung oder Sperre von wichtigen Spielern herrühren. Die Einnahmesituation würde sich damit erheblich verändern.
- ⇒ Es können drastische Fehleinschätzungen bei der Neuverpflichtung von Spielern erfolgen oder Leistungsträger ablösefrei (Auslaufen des Vertrages) abgegeben werden.
- ⇒ Die allgemeinen Einnahmemöglichkeiten (Fernsehgelder, Sponsoring, Ticketverkäufe) können sich in den kommenden Jahren erheblich erhöhen aber auch vermindern.
- ⇒ Der BVB könnte die Lizenzauflagen des DFB nicht erfüllen und verliert die Lizenz, dies hätte einen Zwangsabstieg zur Folge (in der aktuellen Situation recht unwahrscheinlich).
- ⇒ Die Entwicklung der Aktie hängt auch mit externen Faktoren (Verteilschlüssel Fernsehgelder etc.) zusammen, die ausserhalb der sportlichen Entwicklung liegen.

## Aktuelle Entwicklung

### Q1 2006/07

Die Zahlen im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2006/07 lagen oberhalb unserer Erwartungen. Die Umsatzerlöse lagen bei 28,2 Mio. Euro, das EBITDA lag bei 10,6 Mio. Euro. Zahlen aus dem Vorjahr veröffentlichte die Gesellschaft nicht. Bei Abschreibungen von 1,6 Mio. Euro erreichte der BVB ein EBIT von 9,0 Mio. Euro. Das Finanzergebnis lag bei -0,9 Mio. Euro, so dass ein Quartalsergebnis von 8,0 Mio. Euro erreicht wurde. Das EpS im Quartal lag bei 0,13 Euro, bezogen auf die neue Aktienanzahl von 61,425 Mio. Aktien. Die Zahlen spiegeln das wesentlich verbesserte operative Geschäft wider, zudem erzielte der BVB Transfererlöse aus dem Wechsel von Nationalspieler David Odonkor. Bei Transfererlösen von deutlich mehr als 6 Mio. Euro erwarten wir, dass rund 4 Mio. Euro in Q1 2006/07 verbucht wurden. Auf Grund des erfreulichen ersten Quartals hebt die Geschäftsleitung auch die Prognose für das Gesamtjahr an, die jetzt bei einem EBT von 9 bis 10 Mio. Euro liegt. Durch die zwei erfolgreichen Kapitalerhöhungen hat sich die Eigenkapitalquote zum 30.09. auf 55,6% erhöht. Zum Geschäftsjahresende 2005/06 lag sie noch bei 29,2%. Vor allem aber der Kreditvertrag mit Morgan Stanley, der eine Ablösung sämtlicher Altkredite und eine langfristige Umfinanzierung der Finanzverbindlichkeiten beinhaltet, birgt nun Raum für neue Investitionen.

### Geschäftsjahr 2005/06 (30.06.)

Die endgültigen Zahlen des Geschäftsjahres 2005/06 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Die Gesamtleistung stieg nach endgültigen Zahlen auf 90,0 (78,5) Mio. Euro, das EBIT erreichte -12,0 (-75,8) Mio. Euro. Auch wenn dies auf den ersten Blick noch nicht erfreulich aussieht, sind die getroffenen Maßnahmen dennoch beeindruckend. So wurden die Namensrechte am ehemaligen Westfalenstadion an Signal Iduna bis zum 30.06.2011 vergeben. Mit der RAG AG wurde ein neuer Hauptsponsor gefunden, der Vertrag läuft zunächst bis zum 30.06.2009. Zudem wurden die Kapitalmaßnahmen und die Kreditvereinbarung mit Morgan Stanley getroffen.

### Sportliches Abschneiden

Die bisherige sportliche Entwicklung des BVB in der laufenden Saison 2006/07 kann insgesamt als zufriedenstellend bezeichnet werden. Nach dem 1:1 in Frankfurt am 14. Spieltag befindet sich der BVB mit aktuell 19 Punkten am oberen Ende des Mittelfelds auf Platz 7 und liegt damit 5 Punkte hinter einem UEFA-Cup-Platz (Rang 5). Aus sportlicher Sicht machen sich u.E. die Abgänge der langjährigen Stammkräfte Marcel Koller und Thomas Rosicky bemerkbar, während die Neuzugänge im Mittelfeld und Sturm (u.a. Nelson Valdez, Alexander Frei, Steven Pienaar und Tinga) noch nicht ganz das gezeigt haben, was sie können. Nach wie vor bleibt aber auch anzumerken, dass der BVB mit einem aktuellen Durchschnittsalter von 24,3 Jahren zu den jüngsten Teams der Bundesliga gehört. Ob in dieser Saison die Teilnahme an einem internationalen Wettbewerb erreicht wird, ist realistisch betrachtet weiter kaum abschätzbar. Der mit einigen deutschen und ausländischen Nationalspielern besetzte Kader dürfte aber in jedem Fall eine Chance haben, um um die internationalen Plätze mitszupielen und damit möglicherweise nächste Saison an einem internationalen Wettbewerb teilnehmen zu können.

<b>Borussia Dortmund GmbH &amp; Co. KGaA</b>							
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>							
<b>Einheit :</b> Mio. Euro	<b>2001/2002</b>	<b>2002/2003</b>	<b>2003/2004</b>	<b>2004/2005</b>	<b>2005/2006</b>	<b>2006/2007e</b>	<b>2007/2008e</b>
<b>Geschäftsjahresende :</b> 30. Jun							
<b>Rechnungslegungsstandard :</b> HGB							
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>102,36</b>	<b>124,42</b>	<b>94,95</b>	<b>73,95</b>	<b>83,26</b>	<b>89,80</b>	<b>86,00</b>
Sonstige betriebliche Erträge	37,88	30,57	2,41	4,60	6,75	3,00	3,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>140,24</b>	<b>154,99</b>	<b>97,36</b>	<b>78,54</b>	<b>90,01</b>	<b>92,80</b>	<b>89,00</b>
Veränderung ggü. Vorjahr	-	11%	-37%	-19%	15%	3%	-4%
Materialaufwand	2,05	3,56	3,50	3,32	0,00	2,80	3,00
in % Gesamtleistung	1,5%	2,3%	3,6%	4,2%	0,0%	3,0%	3,4%
<b>Brutto-Ergebnis vom Umsatz</b>	<b>138,18</b>	<b>151,43</b>	<b>93,86</b>	<b>75,23</b>	<b>90,01</b>	<b>90,00</b>	<b>86,00</b>
in % Gesamtleistung	98,5%	97,7%	96,4%	95,8%	100,0%	97,0%	96,6%
Personalaufwand	66,30	67,68	55,10	45,92	37,33	35,00	34,00
in % Gesamtleistung	47,3%	43,7%	56,6%	58,5%	41,5%	37,7%	38,2%
Sonstige Betriebliche Aufwendungen	42,69	51,78	76,21	85,85	56,96	38,00	36,00
in % Gesamtleistung	30,4%	33,4%	78,3%	109,3%	63,3%	40,9%	40,4%
<b>EBITDA</b>	<b>29,20</b>	<b>31,96</b>	<b>-37,44</b>	<b>-56,54</b>	<b>-4,28</b>	<b>17,00</b>	<b>16,00</b>
in % Gesamtleistung	20,8%	20,6%	-38,5%	-72,0%	-4,8%	18,3%	18,0%
Abschreibungen	25,07	28,11	28,52	19,22	7,70	6,00	6,00
<b>EBIT</b>	<b>4,13</b>	<b>3,86</b>	<b>-65,96</b>	<b>-75,76</b>	<b>-11,98</b>	<b>11,00</b>	<b>10,00</b>
in % Gesamtleistung	2,9%	2,5%	-67,8%	-96,5%	-13,3%	11,9%	11,2%
Finanzergebnis	-2,67	-2,94	-1,55	-2,91	-0,97	-2,00	-1,00
in % Gesamtleistung	-1,9%	-1,9%	-1,6%	-3,7%	-1,1%	-2,2%	-1,1%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,46</b>	<b>0,92</b>	<b>-67,51</b>	<b>-78,68</b>	<b>-12,95</b>	<b>9,00</b>	<b>9,00</b>
in % Gesamtleistung	1,0%	0,6%	-69,3%	-100,2%	-14,4%	9,7%	10,1%
Außerordentliches Ergebnis	1,46	0,00	0,00	0,00	10,20	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-1,46</b>	<b>0,92</b>	<b>-67,51</b>	<b>-78,68</b>	<b>-2,76</b>	<b>9,00</b>	<b>9,00</b>
in % Gesamtleistung	-1,0%	0,6%	-69,3%	-100,2%	-3,1%	9,7%	10,1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,00	0,00	0,01	0,01	0,59	0,00	1,00
in % EBT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	0,0%	11,1%
Latente Steuern und sonstige Steuern	-0,05	0,09	0,00	0,00	0,57	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuß</b>	<b>1,40</b>	<b>0,83</b>	<b>-67,52</b>	<b>-78,67</b>	<b>-3,81</b>	<b>9,00</b>	<b>8,00</b>
in % Gesamtleistung	1,0%	0,5%	-69,3%	-100,2%	-4,2%	9,7%	9,0%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	19,500	19,500	19,500	29,250	43,875	57,578	61,425
<b>Ergebnis je Aktie in Euro*</b>	<b>0,07</b>	<b>0,04</b>	<b>-3,46</b>	<b>-2,69</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,16</b>	<b>0,13</b>

Quelle: Independent Research/Borussia Dortmund GmbH &amp; Co. KGaA

## Bewertung und Fazit

### Bewertung des Substanzwertes

Wie in unseren vorangegangenen Studien haben wir den Wert der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA auf Basis des Substanzwerts ermittelt. Hierbei haben wir in den Substanzwert, das aktuell geschätzte Eigenkapital sowie die stillen Reserven des Spielerkaders zusammen mit dem Wert des Markennamens „Borussia Dortmund“ eingerechnet. Die stillen Reserven des Spielerkaders haben wir auf Basis des aktuellen geschätzten Transferwertes der Mannschaft ermittelt. Dieser liegt nach Einschätzung von [www.transfermarkt.de](http://www.transfermarkt.de) bei aktuell 79,0 Mio. Euro. Auf diesen Wert haben wir einen Risikoabschlag von 50% vorgenommen und den erwarteten Buchwert abgezogen. Der Risikoabschlag reflektiert die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Spielerkader, insbesondere den Umstand, dass der Wert sich schnell verändern kann - wie in dieser Studie ggü. unserer letzten Veröffentlichung (24.08.2006) durch den Verkauf von David Odonkor (Transfererlöse: > 6 Mio. Euro) geschehen.

Der Substanzwert je Aktie liegt auf Basis unserer Prämissen bei 2,44 Euro. Das Eigenkapital beläuft sich auf 1,60 Euro je Aktie.

*Berechnung des Substanzwertes des BVB*

<b>Übersicht: Substanzwert der Borussia Dortmund GmbH &amp; Co. KGaA</b>	
Zeitpunkt der Betrachtung	24.11.2006
Eigenkapital (geschätzt)	98,0
Wert des Spielerkaders	79,0
Sicherheitsabschlag	50,0%
Wert des Spielerkaders nach Abschlag	39,5
Buchwert des Spielerkaders (geschätzt)	11,0
stille Reserve des Spielerkaders	28,5
Wert der Marke (geschätzt)	50,0
<b>Substanzwert</b>	<b>176,5</b>
Risikoabschlag	15,0%
<b>Substanzwert nach Risikoabschlag</b>	<b>150,0</b>
Zahl der Aktien in Mio.	61,425
<b>Substanzwert der Aktie</b>	<b>2,44</b>
<b>Eigenkapital pro Aktie</b>	<b>1,60</b>
Quelle: Independent Research	

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

---

*Erfolgreiche Sanierung macht sich auf Kostenseite bemerkbar*

---

### **Fazit**

Borussia Dortmund hat mit den endgültigen Zahlen zum Geschäftsjahr 2005/06 (30.06.) aus unserer Sicht bereits eine erhebliche Verbesserung der operativen Zahlen erreicht und mit einem EBIT von -12 Mio. Euro unsere Schätzung von -16 Mio. Euro übertroffen. Auch die Zahlen zum Q1 2006/07 lagen über unseren Erwartungen und spiegeln das wesentlich verbesserte operative Geschäft wider - auch ohne die durch den Verkauf von Nationalspieler David Odonkor erzielten Transfererlöse. Auf Grund des erfreulichen Q1 hob der BVB die Prognose für das EBT für das Gesamtjahr 2006/07 auf 9-10 Mio. Euro an. Wir haben unsere Prognosen ebenfalls überarbeitet und unsere Schätzungen für 2006/07e um die Transfererlöse durch den Verkauf von David Odonkor nach oben angepasst, liegen damit aber weiter am unteren Ende der vom BVB erwarteten Spanne. Unsere Schätzungen für 2007/08e haben wir unverändert gelassen - allerdings bietet weiter eine Teilnahme am internationalen Geschäft in der kommenden Saison erhebliches Potenzial auf der Einnahmenseite. Dies ist die Wette, die man auf die Aktie von Borussia Dortmund abgeben kann.

---

*Wir stufen die Aktie bei einem Kursziel von 2,45 Euro mit Akkulieren ein*

---

Nach unserer Berechnung des Substanzwertes mit 2,44 Euro je Aktie hat die BVB-Aktie auch auf Basis unserer konservativen Prämissen aus unserer Sicht noch Aufwärtspotenzial, das sich mit der Qualifikation für einen internationalen Wettbewerb noch deutlich nach oben verschieben würde. Auf Basis der Substanzwertberechnung senken wir unser Kursziel gegenüber unserer letzten Studie leicht auf 2,45 (zuvor: 2,55) Euro je Aktie. Unser Akkulieren-Votum behält unverändert Gültigkeit - allerdings bleibt ein Investment in den BVB mit hohen Volatilitäten und damit hohem Risiko verbunden. Kursphantasie entsteht vor allem aus der Tatsache, dass die Mannschaft in der laufenden Spielzeit die Grundlage für eine Teilnahme am internationalen Geschäft in der Spielzeit 2007/08 legen kann.

## Übersicht über die aktuellen Transferwerte der Lizenzspieler

<b>Transferwert Lizenzspieler Borussia Dortmund (Saison 2006/07)</b>				
<b>Name</b>	<b>Position</b>	<b>Alter</b>	<b>Transferwert 08/06</b>	<b>Vertrag bis</b>
Roman Weidenfeller	Tor	26	7.500.000	2009
Bernd Meier	Tor	34	150.000	2007
Sören Pirson	Tor	21	200.000	2007
Martin Amedick	Abwehr	24	750.000	2009
Markus Brzenska	Abwehr	22	2.300.000	2008
Christian Wörns	Abwehr	34	2.500.000	2007
Dédé	Abwehr	28	7.000.000	2011
Christoph Metzelder	Abwehr	26	6.500.000	2007
Philipp Degen	Abwehr	23	4.000.000	2008
Marc Heitmeier	Abwehr	21	150.000	2008
Uwe Hünemeier	Abwehr	20	250.000	2008
Patrick Kohlmann	Abwehr	23	75.000	2007
David Vrzogic	Abwehr	17	100.000	2009
Nico Hillenbrand	Abwehr	19	75.000	2008
Sebastian Kehl	Mittelfeld	26	9.000.000	2008
Florian Kringe	Mittelfeld	24	3.500.000	2008
Steven Pienaar	Mittelfeld	24	3.500.000	2009
Kosi Saka	Mittelfeld	20	200.000	2007
Tinga	Mittelfeld	28	3.000.000	2009
Lars Ricken	Mittelfeld	30	2.500.000	2009
Marc-André Kruska	Mittelfeld	19	1.500.000	2009
Nuri Sahin	Mittelfeld	18	3.500.000	2009
Matthew Amoah	Sturm	26	1.500.000	2008
Nelson Valdez	Sturm	23	5.000.000	2010
Alexander Frei	Sturm	27	10.000.000	2010
Ebi Smolarek	Sturm	25	4.000.000	2009
Sebastian Tyrala	Sturm	18	200.000	2010
Abdenour Amachaibou	Sturm	19	75.000	2008
<b>Summe Transferwert:</b>			<b>79.025.000</b>	
Quelle: www.transfermarkt.de; Stand: 27.11.2006				

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

**Hinweis zum Anlageurteil: Seit 01.01.2006 verwendet Independent Research neue Prozentgrenzen (15% statt 20%) bei dem für das entsprechende Anlageurteil veranschlagten Kurspotenzial.**

### Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsetzung, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

### Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatortechnik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### Aktienanalysen:

**Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.**

**Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.**

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 27.11.2006**

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. **Ausnahme hiervon ist das Unternehmen Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.**

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

**Stand: 27.11.2006**

**Independent Research GmbH  
Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)