

## Unternehmens Update

## Mid Caps/Small Caps

## Sell

<b>Kurs am 08.10.04</b>	<b>EUR 2,71</b>
Hoch/Tief (12M)	3,82/2,37
<b>Kursziel</b>	<b>EUR 2,40</b>

## AKTIENDATEN

Reuters	BORG.DE
Bloomberg	BVB GR
WPK	549309
Börsenumsatz (St. Tsd.)	16,6
Free Float (%)	29,8

## UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	52,840
Anzahl der Aktien (Mio.)	29,3
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	19,5
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	-
Aktionärsstruktur	BVB 09 e.V. Dortmund 30,%, Institutionelle Investoren 25,3%
Hauptversammlung	16-Nov-04
Bilanzpressekonferenz	Okt-04
H1/Q2	Feb-05

## KURS CHART



## RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	10,5	-5,6	-5,1
Euro STOXX 50	11,4	-5,0	-3,5
ES Media	10,7	-3,4	-3,5

**Peter-Thilo Hasler**  
peter-thilo.hasler@hvb.de  
+49 (0) 89 378-13244

## Borussia Dortmund

## VOODOO ACCOUNTING UND SALAMI-TAKTIK

- Wir bestätigen unser Anlageurteil von Sell für die Aktien des BVB. Unser neues Kursziel, das wir aus dem von uns geschätzten Wert des Spielerkaders abgeleitet haben, beläuft sich auf EUR 2,40 je Aktie.
- Die veröffentlichten Zahlen für 2003/04 entsprachen den gedämpften Erwartungen. Bei einer Gesamtleistung in Höhe von EUR 99,9 Mio. erwirtschaftete der BVB einen Nachsteuerverlust in Höhe von EUR -67,7 Mio.
- Angesichts des aktuellen Tabellenstandes und des qualitativ schwächeren Spielerkaders ist in der laufenden Saison zu befürchten, dass der BVB das sportliche Ziel eines internationalen Wettbewerbs erneut verfehlen wird.
- Die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen sind nicht ausreichend, in der laufenden Saison ohne zusätzliche Einmaleffekte in die Gewinnzone zurückzukehren.

	2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
Umsatz (EUR Mio.)	113	129	98	89
% Veränd.	33,1	14,2	-23,9	-9,1
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	1,3	3,2	-67,7	-21,2
% Veränd.	-112,3	149,0	-2235,6	-68,6
EPS reported (EUR)	0,07	0,16	-3,47	-0,73
% Veränd.	-114,7	115,9	-2257,5	-79,1
EPS adjusted (EUR)	0,07	0,16	-3,47	-0,73
% Veränd.	-114,7	115,9	-2257,5	-79,1
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,07	0,16	-3,47	-0,73
% Veränd.	-114,7	115,9	-2257,5	-79,1
CFPS (EUR)	1,58	1,61	-2,00	-0,18
% Veränd.	144,0	1,6	-224,6	-91,0
Dividende (EUR)	0	0	0	0
EBITA-Marge (%)	5,2	5,3	-68,0	-20,9
CAGR (Umsatz; 02-05e)				-7,6%
CAGR (EBITADA; 02-05e)				-247,0%
EV/Umsatz	0,67	0,05	0,05	0,57
EV/EBITDA	2,1	0,2	-0,1	-19,6
EV/EBITA	12,9	1,0	-0,1	-2,7
EV/EBIT	11,5	1,0	-0,1	-2,7
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	60,9	19,9	-0,8	-3,7
PEG-Ratio				0,0
KCF	2,9	2,0	-1,4	-15,0
Div. Rendite (%)	0	0	0	0

## **Inhalt**

- 3 Wir sehen ein Kursziel von EUR 2,40
- 6 Voodoo Accounting und Salami-Taktik
- 11 Break-even für die laufende Saison  
nicht erreichbar
- 13 Segmentergebnisse
- 14 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

## Wir sehen ein Kursziel von EUR 2,40

**Wohin driftet der BVB, der soeben ein Rekorddefizit vermelden musste? Für das laufende Jahr ist nach dem Nichterreichen eines internationalen Wettbewerbs und dem derzeitigen Bundesliga-Tabellenstand trotz sinkender Spielergehälter erneut ein deutlicher Verlust zu erwarten, sofern nicht über Spielerverkäufe außerordentliche Erträge generiert werden können. Die Anwendung üblicher, ertragsorientierter Kennzahlen macht für eine Kurszielfindung der BVB-Aktie damit keinen Sinn.**

**Wir behelfen uns daher mit einer Substanzwertmethode und bewerten mit Hilfe eines Scoring Modells den derzeitigen Spielerkader. Unser den aktuellen Gegebenheiten angepasstes Kursziel liegt bei EUR 2,40 je Aktie (vorher EUR 2,60).**

**Aufgrund der unerwarteten Verletzungsmisere des Vereins einerseits und der anhaltenden Stille auf dem Transfermärkten andererseits haben wir unsere Prognosen für die vom BVB erzielbaren Transfererlöse erneut kalkuliert.** Darüber hinaus haben wir in unseren Schätzungen die Verletzungshistorie der einzelnen Spieler berücksichtigt. So haben wir zum Beispiel bei Spielern mit Karriere gefährdenden Verletzungen des Kreuzbandes oder der Achillessehne deutliche Abschläge von dem Wert vorgenommen, wie er ohne diese Verletzung erzielbar wäre. Beispielsweise können interessierte Vereine für derart schwer verletzte Spieler Versicherungen gegen Sportinvalidität – wenn überhaupt – nur gegen deutlich verschlechterte Konditionen abschließen, da im Wiederholungsfall ein endgültiges Karriere-Ende wahrscheinlich ist. Ebenfalls in unser Scoring-Modell eingegangen ist die Tatsache, ob ein Spieler zum Stammkader der Mannschaft gehört und somit über entsprechende Spielpraxis verfügt. Ferner haben wir berücksichtigt, ob ein Vertrag zum Saisonende nur noch ein weiteres Jahr Laufzeit hat bzw. ob er älter als 30 Jahre ist. So läuft in der aktuellen Saison bei zehn Spielern der Vertrag aus, namentlich bei Evanilson, Dede, Warmuz, C. Metzelder, Addo, Oliseh, Madouni, Bergdölmo, Thiago und Demel.

**Mit Hilfe unseres Scoring Modells ermitteln wir einen Substanzwert für den BVB in Höhe von EUR 82 Mio.** Den Substanzwert des BVB errechnen wir mit Hilfe des von uns geschätzten aktuellen Transferwertes des Spielerkaders. Dabei unterstellen wir (theoretisch), dass sämtliche Spieler zu ihrem aktuellen Marktwert verkauft, die Transfererlöse abzüglich der Nettoverschuldung an die Aktionäre ausgeschüttet werden und der Verein aufgelöst wird. Einen Wert des Markenname haben demzufolge wir nicht in die Betrachtung einbezogen.

**TRANSFERWERT DES SPIELERKADERS BVB**

Spieler	Position	Alter	Natio- nalität	Lauf- zeit	Verlet- zung	Laufzeit	Alter	Einsatz- Scoring	Transfer- wert	Ten- denz
Rosicky	Mittelfeld	24	CZE	2008				-5%	19,0	☺
Koller	Sturm	31	CZE	2006			-10%		10,8	☺
Ewerthon	Sturm	23	BRZ	2006					10,0	☺
Dede	Abwehr	26	BRZ	2005		-50%		-5%	4,3	☺
Metzelder C.	Abwehr	24	GER	2005	-20%	-50%		-20%	2,9	⊗
Kehl	Mittelfeld	24	GER	2006					9,0	☺
Evanilson	Abwehr	29	BRZ	2005		-50%			5,0	☺
Ricken	Mittelfeld	28	GER	2006				-20%	2,8	⊗
Madouni	Abwehr	24	FRA	2005	-20%	-50%		-20%	1,0	⊗
Wörns	Abwehr	32	GER	2006			-10%	-5%	5,1	☺
Weidenfeller	Torwart	24	GER	2006				-20%	2,0	⊗
Bergdölmo	Abwehr	33	NOR	2005		-50%	-10%	-10%	0,8	☺
Odonkor	Sturm	20	GER	2006				-5%	1,9	☺
Warmuz	Torwart	34	FRA	2005		-50%	-10%		0,9	☺
Jensen	Abwehr	30	DEN	2006					1,5	☺
Demel	Mittelfeld	23	FRA	2005		-50%			0,5	☺
Gambino	Sturm	21	GER	2006				-20%	1,6	⊗
Metzelder M.	Abwehr	22	GER	2006				-20%	0,4	⊗
Senesie	Sturm	19	GER	2007				-20%	0,4	☺
Thiago	Sturm	20	BRZ	2005		-50%		-20%	0,2	☺
Akgün	Sturm	18	GER	n/a				-20%	0,1	☺
Brzenska	Abwehr	20	GER	n/a				-20%	0,1	☺
Addo	Mittelfeld	29	GER	2005	-20%	-50%		-20%	0,0	☺
Oliseh	Mittelfeld	30	GER	2005		-50%			0,8	☺
Kringe	Mittelfeld	22	GER	2006				-10%	1,2	☺
<b>Summe</b>		<b>26</b>							<b>82,1</b>	<b>⊗</b>

Quelle: HVB Global Markets Research

**Wir ermitteln ein Kursziel von EUR 2,40 je Aktie.** Subtrahiert man vom Spielerkader, den wir bei EUR 82 Mio. veranschlagen, die Nettoverbindlichkeiten von EUR 22 Mio. zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres – wobei wir sogar berücksichtigt haben, dass der BVB einen Kassenbestand von etwa EUR 52 Mio. als Sicherheit für den Rückkauf des Westfalenstadions verpfändet hat, die im engeren Sinn dem Verein nicht mehr zur Verfügung stehen –, so ergibt sich mit EUR 69,5 Mio. ein Wert, der unter der aktuellen Marktkapitalisierung (nach Kapitalerhöhung) von EUR 79,3 Mio. liegt. Dividiert durch die Anzahl Aktien von 29,25 Mio. ergibt sich ein Kursziel in Höhe von EUR 2,40 je Aktie. Damit sehen wir ein mittelfristiges Kursrisiko von rund 11%.

#### KURSZIEL-BERECHNUNG (EUR MIO.)

<b>Wert des Spielerkaders</b>	<b>82,1</b>
Finanzschulden	-63,5
Sonstige Verbindlichkeiten (50%)	-21,8
Wertpapiere und Schuldscheine	0,8
Flüssige Mittel	71,9
Equity Value	69,5
Anzahl Aktien	29,3
Kursziel	2,40
Aktueller Kurs	2,71
Kurspotenzial	-11,4%

Quelle: HVB Global Markets Research

**Allerdings ist für einen Verkauf auch eine entsprechende Nachfrage erforderlich, die wir derzeit nicht sehen.** Nicht nur in Deutschland haben sich die Transferausgaben im letzten Jahr drastisch verringert. Nach EUR 181 Mio. in 2001/02 und EUR 102 Mio. in 2002/03 wurden in 2003/04 lediglich EUR 40 Mio. in neue Spieler investiert. Dieser Betrag hat sich in der laufenden Saison bundesweit nochmals halbiert. Der oben errechnete Wert des Spielerkaders von EUR 82,1 Mio. ist damit tendenziell ein Nachfragepreis.

#### TRANSFERS 2004/05

<b>Bayern München</b>	<b>-26,3</b>
VFL Wolfsburg	-7,3
Werder Bremen	-7,2
FC Schalke 04	-4,5
Hamburger SV	-4,0
1.FC Nürnberg	-1,4
Hannover 96	-1,1
Hertha BSC	-0,9
Arminia Bielefeld	-0,8
FSV Mainz 05	-0,6
SC Freiburg	0,1
Hansa Rostock	0,2
Borussia Mönchengladbach	0,6
VFL Bochum	3,3
VFB Stuttgart	4,0
1.FC Kaiserslautern	5,0
Borussia Dortmund	10,2
Bayer 04 Leverkusen	10,6
<b>Summe</b>	<b>-20,2</b>

Quellen: transfermarkt.de, HVB Equity Research

# Voodoo Accounting<sup>1</sup> und Salami-Taktik<sup>2</sup>

Die veröffentlichten Zahlen für die vergangene Saison waren ebenso unerfreulich wie erwartet. Bei einer Gesamtleistung in Höhe von EUR 99,9 Mio. erwirtschaftete der BVB einen Verlust aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit von EUR -67,7 Mio. Auf derart drastische Verluste war der Kapitalmarkt bereits vor mehreren Wochen vorbereitet worden, als im Zuge der inzwischen abgeschlossenen Kapitalerhöhung vorab Auszüge aus dem Einzelabschluss der KGaA bekannt gegeben werden mussten. Der Verein, der die Lage selbst noch vor kurzem noch als „nicht so dramatisch“<sup>3</sup> angesehen hat, muss nun in seinem aktuellen Geschäftsbericht vermelden, dass „die erfolgreiche Umsetzung des Konsolidierungsprogramm ... für die Bestandserhaltung des Unternehmens ... zwingend erforderlich“ ist. Zudem wird die Liquiditätslage als „erheblich angespannt“ bezeichnet. Nicht zuletzt aufgrund der anhaltenden, äußerst emotional geführten Diskussion um das langjährige Management ist bis zur Hauptversammlung am 08.10. mit anhaltend negativem Newsflow zu rechnen.

„Der operative Fehlbetrag ist ein Cash-Verlust, Abschreibungen und Buchverluste sind so genannte Non-Cash-Verluste“  
Dr. Gerd Niebaum

**Neuerdings wird das operative Ergebnis recht eigenwillig definiert.** Der Konzern bezifferte den Verlust auf EBITDA-Ebene auf EUR -20,7 Mio. Nicht einbezogen in diese angabegemäß „operative“ Größe sind neben den Abschreibungen, Zinsen und Steuern auch Buchverluste und Buchwertabgänge. Inklusive dieser Positionen hätte sich der Verlust mit rund EUR -39,2 Mio. knapp verdoppelt. Auch unterscheidet das Unternehmen plakativ zwischen Cash-Verlust und Non-Cash-Verlust. Mit dieser Vorgehensweise werden insbesondere Investitionen der Vergangenheit, die heute die Ertragslage über Abschreibungen belasten, als nicht-cash-wirksam bezeichnet. Im Umkehrschluss folgt aus dem Entschluss, keine Erhaltungsinvestitionen mehr zu tätigen, eine deutliche Verschlechterung des Spielerkaders. Welch bemerkenswerte Folgen diese Vorgehensweisen nach sich ziehen können, zeigt ein Blick in den Anhang: Während Buchwertabgänge durch Spielerverkäufe, Vertragsablauf oder Vertragsaufhebung<sup>4</sup> als („nicht-operative“) Aufwendungen verbucht und aus der Ergebnisermittlung ausgeschlossen werden, gehen die Transfererlöse aus dem Verkauf der Spieler (vor allem Frings und Lehmann) als Buchgewinne in den Umsatz ein und werden damit vom Verein faktisch als operatives Ereignis betrachtet.

Jahresabschluss erstmals ohne a. o. Erträge

**Erstmals musste der Jahresabschluss ohne einmalige Ergebniseffekte erstellt werden.** Bereits in der Vergangenheit hat der Verein ertragsbeeinflussende Maßnahmen vorgenommen, die das Jahresergebnis erheblich und ausschließlich in bilanzbeschönigendem Maße verändert haben. Diese Maßnahmen beruhten auf der Entkonsolidierung der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG, aus dem Verkauf der Marken goool.de und Borussia Park sowie aus der Neuordnung der Vertragsituation bei der Vermarktung von TV-Rechten, Werbung und Sponsoring. Sie waren ausnahmslos einmalig und mithin nicht operativer Natur. Hätte das Unternehmen die in diesem Jahr erstmals vorgestellte Definition des operativen Ergebnisses auch in den Vorjahren angewendet, so hätte das Betriebsergebnis wie folgt gelautet:

<sup>1</sup> Siehe Aktionärsschützer Stefan ten Dornkaat

<sup>2</sup> Siehe Süddeutsche Zeitung vom 25.2.2004

<sup>3</sup> Siehe Präsident Gerd Niebaum, Financial Times Deutschland vom 8.10.2004.

<sup>4</sup> Aus der Auflösung des Vertragsverhältnisses mit Amoroso wurde ein Buchverlust in Höhe von EUR 9,7 Mio. realisiert.

## BEREINIGUNG DER ERTRAGSENTWICKLUNG, 2000/01-2003/04

	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04
Operatives Ergebnis (unbereinigt)	14,102	35,343	35,128	-37,939
Ertrag aus Verkauf des Westfalenstadions	0	-22,948	-26,236	0
Ertrag aus Neuordnung diverser Vermarktungsrechte	0	-9,561	0	0
Ertrag aus Verkauf der Markenrechte	-27,493	0	0	0
Buchverluste und Buchwertabgänge	0	0	0	17,239
Operatives Ergebnis (bereinigt)	-13,391	2,834	8,892	-20,7
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	-9,900	1,788	3,361	-66,414
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	-37,393	-30,721	-22,875	-66,414

Quellen: Borussia Dortmund, HVB Global Markets Research

### Rekordverlust mit Ansage

**Damit zeigt sich, dass der BVB seit seinem Börsengang in Summe um Einmaleffekte bereinigte Verluste von mehr als EUR 157 Mio. aufgetürmt hat.** Als Hauptursachen für diese dramatische Entwicklung machen wir folgende Faktoren aus:

- Das Unternehmen hat nach der Kirch-Insolvenz im Mai 2002 und den frühzeitig absehbar sinkenden Erlösen aus der Vermarktung der Fernsehrechte nicht die angemessenen Schlüsse gezogen und die Kosten entsprechend dem Marktumfeld angepasst.
- Obwohl nicht nur in der Bundesliga, sondern auch in weiten Teilen Europas die Ausgaben für die Verpflichtung neuer Spieler drastisch reduziert worden sind, hat das Unternehmen unbeirrt auf einen florierenden Transfermarkt gesetzt: Umfänglichen Spielerverpflichtungen standen keine gleichwertigen Erlösen gegenüber.
- Ausgestattet mit den Geldern aus dem Börsengang war der Verein bereit, vielfach marktunüblich hohe Ablösesummen für Schlüsselspieler zu bezahlen: Prominente Beispiele hierfür sind die Verpflichtungen von Marcio Amoruso oder Tomas Rosicky: Allein in 2001/02 wurden mehr als EUR 50,5 Mio. in neue Spieler investiert, EUR 14,4 Mio. in 2002/03. Diese Verpflichtungen brachten entsprechend hohe Gehaltszahlungen mit sich, die unverändert die GuV belasten.
- Überspitzt formuliert, basierte das Geschäftsmodell des BVB auf einem Best Case-Szenario. Die finanziellen Effekte des Nicht-Erreichens der Champions League, vom Management noch zu Saisonbeginn mit rund EUR 10 Mio. quantifiziert worden, werden nun mit EUR 33,7 Mio. angegeben. Angabegemäß wird inzwischen zumindest in internen Planzahlen von der Erreichung eines ausgeglichenen Ergebnisses ohne Transfererlöse und ohne internationale Wettbewerbe ausgegangen.
- Der Verkauf des Westfalenstadions an Molsiris und das anschließende Lease Back war für den Verein die denkbar unattraktivste Lösung: Die zusätzlichen Kosten für den Verein liegen u.E. bei mindestens EUR 7 Mio.

„... ist die Liquidität in erheblichem Maße angespannt“

Geschäftsbericht  
2003/04

**Wie es dazu kommt, dass dem Unternehmen Liquiditätsengpässe zugeschrieben werden, obwohl es über liquide Mittel von EUR 71,9 Mio. verfügt.** Bekanntlich besteht für Borussia Dortmund die Möglichkeit, nach 15 Jahren die fehlenden Anteile an der Stadiongesellschaft zu übernehmen. Der Restkaufpreis für das dann schuldenfreie Westfalenstadion kann aus den Erträgen eines aufgezinnten Depots aufgebracht werden. Unbeantwortet ist die Frage, ob nur die Möglichkeit eines Rückkaufs besteht oder eine konkrete vertragliche Verpflichtung sowie die Frage, warum, wenn tatsächlich nur eine Option besteht, das Depot als Sicherheit verpfändet wurde.

Die bisherigen Restrukturierungsmaßnahmen des Managements reichen nicht aus

**Die Hebung weiterer Einnahmequellen ist dringlich geboten.** In der jetzigen finanziellen Situation sollte es kein Tabu mehr geben. So muss es dem Verein möglich sein, seinen Fans den Verkauf der Namensrechte am Westfalenstadion ohne Emotionen zu begründen. Hiermit könnten beträchtliche Einnahmen geschaffen werden. In der Bundesliga liegen die Einnahmen der Vereine zwischen EUR 2 Mio. und EUR 6 Mio. pro Saison – zum Vergleich erhält Arsenal London für die Namensrechte am neuen Ashburton Grove von Emirates Air über die Laufzeit von zehn Jahren eine Lizenzsumme von GBP 150 Mio. Für den BVB können wir uns einen Betrag in der Größenordnung von bis zu EUR 5 Mio. pro Spielzeit problemlos vorstellen.

#### ÜBERSICHT ÜBER DEN VERKAUF VON NAMENSRECHTEN AN BUNDESLIGASTADIEN

Stadt	Aktueller Name	Bisheriger Name	Stadionkapazität	Laufzeit	Lizenz p. a.	Lizenzsumme
Hannover	AWD Arena	Niedersachsenstadion	50.400	2002-2007	2,0	10,0
Köln	RheinEnergieStadion	Müngersdorfer Stadion	51.000	2002-2009	2,0	14,0
Hamburg	AOL Arena	Volksparkstadion	55.000	2001-2006	3,1	9,3
München	Allianz Arena	-	66.000	2005-2020	6,0	90,0
Bielefeld	Schüco-Arena	Bielefelder Alm	26.600	2004-2007	1,5	4,5

Quelle: HVB Global Markets Research

Am Kapitalmarkt ist inzwischen von „Salami-taktik“, die Rede

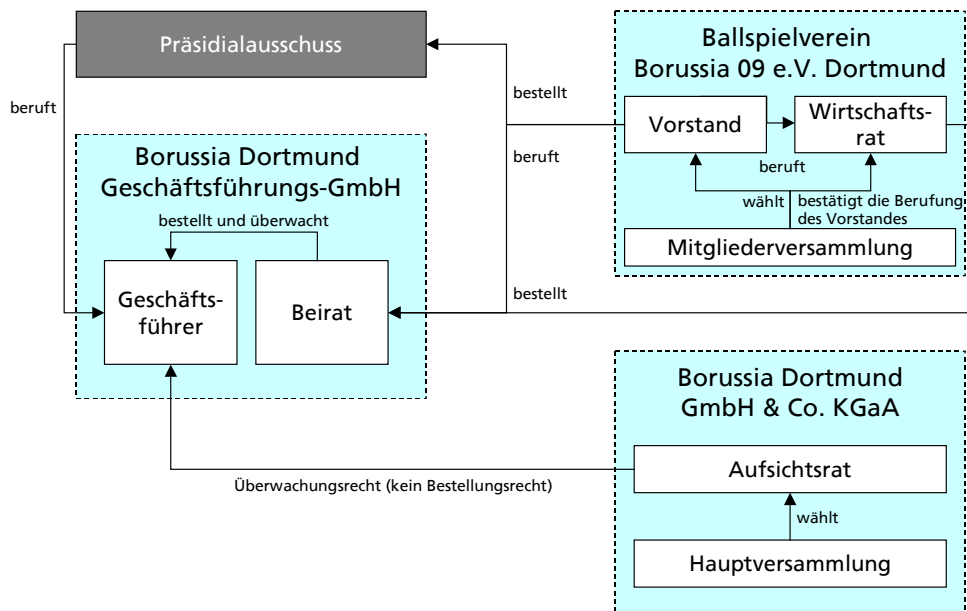
**Das Unternehmen muss seine Investor Relations-Politik neu definieren.** Zwar ist im Geschäftsbericht für die abgelaufene Saison von einer „Intensivierung“ der Kommunikationspolitik ebenso die Rede wie von zahlreichen IR-Aktivitäten. In der Praxis hat das Unternehmen seit geraumer Zeit weder Analystenveranstaltungen noch Conference Calls abgehalten, weder am DVFA-Eigenkapitalforum noch an diversen Small Caps- oder Mid Caps-Veranstaltungen der DVFA bzw. anderer öffentlicher Veranstalter teilgenommen. Eine offizielle Analystenveranstaltung unter der Schirmherrschaft der DVFA wurde einmalig und letztmals am 23.10.2000 abgehalten. Darüber hinaus veröffentlicht der BVB als Mitglied des General Standard seine Pflichtmitteilungen ausschließlich in deutscher Sprache, so dass wesentliche, insbesondere angelsächsische Teile potenzieller Investoren von vornherein ausgeschlossen werden. Ebenfalls verbesserungsfähig ist die Informationspolitik in Bezug auf den Geschäftsbericht: In dessen außergewöhnlich knappen Anhang finden sich lediglich zu zwei Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung detailliertere Angaben.

An goool, bislang als „starke Marke“ bezeichnet, hält der BVB unvermittelt fest. Sämtliche Randaktivitäten wie B.E.S.T. oder Sports & Bytes müssen in der aktuellen Lage auf den Prüfstand. Hierzu zählen wir insbesondere die Aktivitäten um goool.de, vor allem, nachdem in der laufenden Saison mit Nike wieder ein renommierter Sportartikelhersteller als Partner gewonnen werden konnte. Zwar wurde eine „friedliche Koexistenz“ der beiden Marken zugesichert, wie diese in Praxi aussehen soll, ist völlig unklar. Wir halten es für kaum vorstellbar, dass die Textilarke goool.de in seinem stark fragmentierten Markt ohne Markteintrittsbarrieren überhaupt jemals eine auskömmliche Performance erreichen kann, insbesondere da wir beim BVB keine echte Marketing Communications ausmachen können: Die Positionierung der Marke in den Zielgruppen ist u. E. zu undifferenziert; eine echte Fangemeinde außerhalb des engeren Einzugsbereichs der Stadt aufzubauen - vergleichbar dem FC Bayern München - ist dem BVB über die Jahre hinweg nicht gelungen und der Versuch, nun den chinesischen Markt adressieren zu wollen, muss vor diesem Hintergrund als realitätsfern anmuten.

Der Kontrollierte kontrolliert sich selbst

**Bedingt durch die ungewöhnliche Gesellschaftsstruktur entscheidet allein der Verein über die Besetzung des Managements.** Eine KGaA ist eine Mischform aus Kommandit- und Aktiengesellschaft. Dabei ist die Komplementärin, die Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH, zur Geschäftsführung berechtigt, ohne dass es der Bestellung durch den Aufsichtsrat bedarf. Gleichfalls hat der Aufsichtsrat keine Möglichkeiten, die Geschäftsleitung abzurufen oder bei Geschäftsentscheidungen ein Veto einzulegen. Der Aufsichtsrat ist ein reines Kontrollorgan ohne Mitwirkungsrechte. Damit kontrolliert der Ballspielverein die KGaA, ohne mehrheitlich an deren Kapital beteiligt zu sein. Zur Rückgewinnung des an den Kapitalmärkten verspielten Vertrauens halten wir es für erforderlich, diese wenig aktionärsfreundliche Unternehmensstruktur zu beseitigen.

## ORGANE UND KONTROLLMÖGLICHKEITEN IM ÜBERBLICK



Quellen: Borussia Dortmund, HVB Global Markets Research

Der Mittelzufluss dient  
„zur Verstärkung der  
Liquidität sowie der  
Verbesserung der  
Relation Eigenkapital -  
Fremdkapital“  
Michael Meier

**Die Kapitalerhöhung wurde in vollem Umfang platziert.** 9,75 Mio. Aktien wurden zum Bezugspreis von EUR 2,50 je Aktie im Verhältnis 2:1 zum Bezug angeboten. Das Grundkapital steigt damit um EUR 9,75 Mio. auf nun EUR 29,95 Mio. Nicht nur, dass die Kapitalerhöhung zum Allzeit-Tiefststand der Aktie stattgefunden hat, so dass die Verwässerung der Aktionäre bei begrenztem Mittelzufluss relativ groß ausfällt, notierte auch der Börsenkurs lange Zeit unterhalb des Bezugsurses, so dass eine rationale Begründung für die Teilnahme an der Kapitalerhöhung im Prinzip nicht zu finden ist. Nachdem kein Handel der Bezugsrechte stattgefunden hat, entfällt vorerst auch die Verpflichtung zu einer Due Diligence oder zur Veröffentlichung eines Prospectus.

**Wofür die Mittel eingesetzt werden sollen, wurde – marktunüblich – nicht konkretisiert.** BVB bewertet den Schritt als wichtigen Schritt für die „Neuordnung der Bilanzstruktur und Stärkung des Eigenkapitals“ und fasst zusammen, dass die „Kapitalerhöhung nicht aus Not vollzogen wurde“ In der ad-hoc-Mitteilung wurde zudem von „unternehmerischen Neuausrichtung“ gesprochen.

## Break-even für die laufende Saison nicht erreichbar

„Nach Abschluss der operativen und finanziellen Restrukturierung plant die Gesellschaft ...

**Bei den Erlösen ist in der laufenden Saison mit keiner nennenswerten Verbesserung zu rechnen.** Bei den TV-Rechten rechnen wir auf absehbare Sicht nicht mit einer Verbesserung des unverändert von der Kirch-Krise beeinflussten Umfeldes. Zwar dürften sich das Werbemarktumfeld mit dem konjunkturellen Aufschwung in den kommenden Jahren verbessern, doch eine nachhaltige Steigerung der Zahlungsbereitschaft sehen wir auf absehbare Zeit nicht. Durch das Nicht-Erreichen des internationalen Wettbewerbs werden sich damit kaum Änderungen in den Einnahmen ergeben. Unsere Prognose der Spieltageeinnahmen basiert auf einer Zuschauerzahl von knapp 80.000 (in der abgelaufenen Saison lag die Zahl bei 78.808, Stadionkapazität von 83.000), was angesichts verkaufter Dauerkarten von über 50.000 gut abgesichert sein dürfte. Der durchschnittliche Ticketpreis von EUR 14,10 wird inflationsbereinigt mit durchschnittlich 3% p. a. ansteigen. Sponsoring- und Merchandisingeinnahmen werden sich tabellestandabhängig in der laufenden Saison leicht rückläufig entwickeln. Ohne die Vereinnahmung von Transfereinnahmen rechnen wir mit Erlösen von EUR 89,1 Mio. (nach EUR 98,1 Mio. im Vorjahr).

... schon im laufenden Jahr mit einem positiven EBITDA und im Geschäftsjahr 2005/06 mit einem positiven EBIT.“  
Michael Meier

**Erneut wurde auf der Bilanzpressekonferenz ein umfassendes Restrukturierungsprogramm in Aussicht gestellt.** Dieses basiert bislang im Wesentlichen auf gesunkenen Spielergehältern, da die Spielerabgänge Frings, Amoroso, Reuter, Leandro, Conceicao, Reina, Herrlich und Fernandez nicht durch gleichwertige Spielerverpflichtungen kompensiert wurden. Ein gegenläufiger Effekt stellt sich durch das Auslaufen der Gehaltsverzichtsregelung ein, die nur für 2003/04 durchgesetzt werden konnte. In der laufenden Saison ist daher in der Lizenzspielerabteilung mit Aufwendungen in Höhe von EUR 35 Mio. zu rechnen. Zu Entlastungen dürfte es auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kommen, die in der vergangenen Saison durch Transferkosten (hierunter definiert der BVB Buchwertabgänge, Buchverluste und Veräußerungsnebenkosten) belastet waren, die wir für diese nicht mehr erwarten.

"Nach jetzigem Stand müssen wir aber nicht mit dem Erlös einer solchen Anleihe planen.  
Dr. Gerd Niebaum

**Die Verringerung der Spielerkosten ist zur Erreichung der Gewinnschwelle nicht ausreichend.** Weiteres Einsparpotenzial sehen wir im Rückkauf des Westfalenstadions. Die jährlichen Mietzahlungen sehen wir bei derzeit rund EUR 15 Mio. Durch die Begebung einer Anleihe im Umfang von EUR 126 Mio. könnten sich somit Einsparungen von rund EUR 5 Mio. ergeben. Diese haben wir nicht in unsere Berechnungen einbezogen.

**Die Verringerung der Spielerkosten ist zur Erreichung der Gewinnschwelle nicht ausreichend.** Weiteres Einsparpotenzial sehen wir im Rückkauf des Westfalenstadions. Die jährlichen Mietzahlungen sehen wir bei derzeit rund EUR 15 Mio. Durch die Begebung einer Anleihe im Umfang von EUR 126 Mio. könnten sich somit Einsparungen von rund EUR 5 Mio. ergeben. Diese haben wir nicht in unsere Berechnungen einbezogen.

**Als eines der wenigen börsennotierten Unternehmen hat BVB seinen Abschluss letztmals nach den Vorschriften des HGB erstellt.** Für die laufende Spielzeit ist ein Abschluss nach IFRS gesetzlich verpflichtend. Auswirkungen betreffen insbesondere die Sale and Lease Back-Vereinbarungen über das Westfalenstadion, die deren Konsolidierung zur Folge haben werden.

**Auf Gesamtjahressicht rechnen wir mit einem operativen Verlust von EUR -2,4 Mio.** Abzüglich Abschreibungen und Zinsaufwand ergibt sich damit ein Vorsteuer-  
verlust von EUR 21,0 Mio., bzw. je Aktie von EUR -0,73.

## Segmentergebnisse

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05e
<b>Konzern</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	84,8	113,0	128,9	98,1	89,1
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-8,4	33,2	14,1	-23,9	-9,1
<b>Spielbetrieb</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	13,8	17,8	17,9	20,3	21,3
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-21,6	29,0	0,3	13,4	5,1
<i>Umsatzanteil</i>	%	16,3	15,8	13,9	20,7	23,9
<b>Hörfunk, TV</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	19,3	46,0	49,8	19,3	20,4
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-44,8	138,0	8,3	-61,2	5,4
<i>Umsatzanteil</i>	%	22,8	40,7	38,6	19,7	22,9
<b>Werbung/Sponsoring</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	13,2	27,9	44,3	25,7	27,9
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-49,2	111,1	58,4	-42,0	8,5
<i>Umsatzanteil</i>	%	15,6	24,7	34,3	26,2	31,3
<b>Merchandising</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	5,2	8,8	15,7	16,9	17,9
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-46,3	69,2	77,9	7,4	5,9
<i>Umsatzanteil</i>	%	6,1	7,8	12,2	17,2	20,0
<b>Umsatz Tochterunternehmen</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	8,0	11,2	0,9	2,8	1,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	572,3	39,6	-91,7	204,3	-40,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	9,4	9,9	0,7	2,9	1,9
<b>Transfererlöse</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	25,3	1,2	0,3	13,1	0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	728,9	-95,1	-74,4	4.033,5	-100,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	29,8	1,1	0,2	13,3	0

## Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>84,8</b>	<b>112,9</b>	<b>128,9</b>	<b>98,1</b>	<b>89,1</b>
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>84,8</b>	<b>112,9</b>	<b>128,9</b>	<b>98,1</b>	<b>89,1</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-3,0	-4,6	-6,5	-5,6	-3,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>3,6</i>	<i>4,1</i>	<i>5,1</i>	<i>5,7</i>	<i>3,4</i>
Personalaufwand	EUR Mio.	-53,0	-66,9	-67,9	-56,0	-44,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>62,4</i>	<i>59,2</i>	<i>52,7</i>	<i>57,1</i>	<i>49,3</i>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	29,7	37,5	33,2	1,8	5,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>35,0</i>	<i>33,2</i>	<i>25,8</i>	<i>1,8</i>	<i>5,6</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-44,4	-43,6	-52,5	-76,2	-49,6
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>52,4</i>	<i>38,6</i>	<i>40,8</i>	<i>77,7</i>	<i>55,6</i>
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	0	-0,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0</i>	<i>0,2</i>
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,9</b>	<b>35,2</b>	<b>35,0</b>	<b>-37,9</b>	<b>-2,6</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>16,4</i>	<i>31,2</i>	<i>27,2</i>	<i>-38,7</i>	<i>-2,9</i>
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	-22,5	-29,3	-28,2	-28,7	-16,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>26,6</i>	<i>26,0</i>	<i>21,8</i>	<i>29,3</i>	<i>18,0</i>
<b>EBITA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-66,7</b>	<b>-18,6</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-10,2</i>	<i>5,2</i>	<i>5,3</i>	<i>-68,0</i>	<i>-20,9</i>
Goodwillabschreibungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-7,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>-66,7</b>	<b>-18,6</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-9,0</i>	<i>5,8</i>	<i>5,3</i>	<i>-68,0</i>	<i>-20,9</i>
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	-0,6	-3,3	-3,2	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0,1	0,1	0	0,7	0,8
Zinsergebnis	EUR Mio.	-2,0	-1,7	-0,4	-1,8	-3,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-2,3</i>	<i>-1,5</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,8</i>	<i>-3,9</i>
<b>Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,9</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>-67,7</b>	<b>-21,0</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-11,7</i>	<i>1,6</i>	<i>2,6</i>	<i>-69,1</i>	<i>-23,6</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor EE-Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>	<b>-67,7</b>	<b>-21,2</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-11,9</i>	<i>1,5</i>	<i>2,5</i>	<i>-69,1</i>	<i>-23,8</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,1	0	0
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>-2,4</i>	<i>22,5</i>	<i>3,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0</i>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>-67,7</b>	<b>-21,2</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-12,2</i>	<i>1,1</i>	<i>2,5</i>	<i>-69,0</i>	<i>-23,8</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	-10,3	1,3	3,2	-67,7	-21,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-12,2</i>	<i>1,1</i>	<i>2,5</i>	<i>-69,0</i>	<i>-23,8</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,4	0,2	0	0	0
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-9,9</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>-67,7</b>	<b>-21,3</b>
<b>EPS reported</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,07</b>	<b>0,16</b>	<b>-3,47</b>	<b>-0,73</b>
<b>EPS adjusted</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,07</b>	<b>0,16</b>	<b>-3,47</b>	<b>-0,73</b>
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0	0	0	0	0
<b>EPS adjusted vor Goodwill</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,07</b>	<b>0,16</b>	<b>-3,47</b>	<b>-0,73</b>

### Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

### Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority - „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/Ihres Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

### Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.