



## Researchstudie (Anno) International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG



### Nachhaltig in Bildung investieren

**Kursziel: 22,06 EUR**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 22

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 24.02.2022 (15:49 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 25.02.2022 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.08.2022

## International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG\*1,4,5a,6a,7,11

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 22,06 EUR**

aktueller Kurs: 9,40  
23.02.22 / MUC / 09:23 Uhr  
Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A2AA1Q5  
WKN: A2AA1Q  
Börsenkürzel: 9JK  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 0,47 Mio.  
Marketcap<sup>3</sup>: 4,23  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 2,05

**Transparenzlevel:**

m:access  
Marktsegment:  
Freiverkehr

**Rechnungslegung:**

HGB

Geschäftsjahr: 31.08.

**Unternehmensprofil**

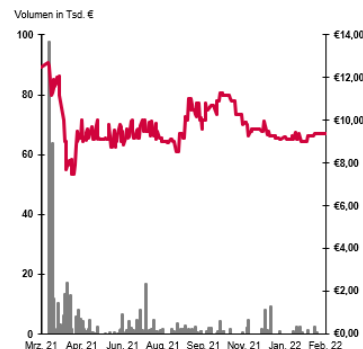
Branche: Bildung  
Fokus: Betrieb einer internationalen Schule

Mitarbeiter: 86 Stand: 31.08.2021

Gründung: 2005

Firmensitz: Augsburg

Vorstand: Marcus Wagner; Jessamine Koenig (ab 01.08.2022)



Die in Gersthofen bei Augsburg gelegene International School Augsburg wurde von der Industrie- und Handelskammer Schwaben auf Anforderung der Wirtschaft als Wirtschaftsförderungsprojekt initiiert. Als englischsprachiges Gesamtschul-/Ganztagsschulkonzept erfüllt sie höchste internationale Bildungsstandards und bietet ein Bildungskonzept für Kinder international, mobiler Familien in der Region //A<sup>3</sup> Augsburg-München. Die ISA unterrichtet Schüler ab drei Jahren (Kindergarten) bis zur 12. Klasse. Die Schule ist international bei den bedeutendsten Institutionen akkreditiert und ermöglicht mit dem IGCSE (International Certificate of Secondary Education) und dem IB (International Baccalaureate) Diploma Schulabschlüsse, die in Bayern / Deutschland und international als „Mittlere Reife“ und „allgemeine Hochschulzugangsberechtigung“ anerkannt sind.

GuV in Mio. €	19/20	20/21	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e
Umsatz	6,20	6,05	6,42	6,69	6,85	6,99	7,10	8,81	9,65	10,10
EBITDA	0,23	0,01	0,54	0,55	0,59	0,60	0,62	0,77	0,85	0,90
EBIT	-0,15	-0,37	0,24	0,25	0,28	0,29	0,30	0,29	0,39	0,45
JÜ	-0,16	-0,38	0,24	0,25	0,15	0,14	0,15	0,14	0,24	0,30

**Kennzahlen in €**

Gewinn je Aktie	-0,35	-0,82	0,51	0,54	0,32	0,30	0,32	0,31	0,52	0,65
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	0,33	0,34	0,32	0,31	0,30	0,29	0,29	0,23	0,21	0,20
EV/EBITDA	9,09	220,33	3,80	3,69	3,50	3,40	3,32	2,65	2,40	2,28
EV/EBIT	-14,01	-5,53	8,44	8,04	7,30	6,98	6,77	6,95	5,26	4,55
KGV	-26,12	-11,09	17,85	16,95	28,32	30,68	28,31	29,47	17,61	13,97

**Finanztermine**

25.02.2022: Hauptversammlung  
3./4.05.2022: MKK  
15./16.11.2022: MKK

**\*\*letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
22.01.2021 / RS / 17,06 Mio. € (Post-Money)/KAUFEN  
\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 23

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die International School Augsburg – ISA – gemeinnützige AG (kurz: ISA gAG) ist seit März 2021 als erste Schule in Deutschland an der Börse gelistet. Mit dem IPO im Münchner Freiverkehrsegment m:access hat die Gesellschaft durch die Ausgabe von 0,14 Mio. Aktien einen Bruttoemissionserlös in Höhe von 1,74 Mio. € erzielt. Maßgeblicher Grund für den Börsengang ist die geplante Ausweitung der Schülerzahlen, die aktuell insbesondere aufgrund der räumlichen Begrenzung nicht umgesetzt werden kann. Diesbezüglich plant die ISA gAG den Schulbetrieb vollständig an einen neuen Schulcampus zu verlagern. Derzeit laufen die Ankaufsverhandlungen für ein Grundstück, auf dem bis zum Schuljahr 2025/2026 ein Neubau mit einem Gesamtfinanzierungsvolumen von bis 32 Mio. € entstehen soll. Parallel zum eingeworbenen Emissionsvolumen sollen Bankdarlehen, weitere Finanzierungsinstrumente sowie staatliche Zuschüsse (50 % des Finanzierungsvolumens) die Finanzierung des Neubaus sichern.
- Bei der ISA gAG handelt es sich um eine englischsprachige internationale Schule, die sich einerseits an Kinder internationaler Familien richtet, sowie die steigende Nachfrage nach Privatschulen für lokale Schüler abdeckt. In den Klassenstufen 1-12 sowie im Kindergarten waren zu Beginn des vergangenen Schuljahres 2020/2021 insgesamt 327 Schüler eingeschrieben und damit etwas weniger als im Vorjahr (VJ: 342). Vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie ist die Schülerentwicklung sogar positiv hervorzuheben, da die geltenden Reisebeschränkungen den Zuzug internationaler Familien negativ beeinflusst haben. Der nur leichte Schülerrückgang ist auf einen hohen Schüleranteil mit lokalem Bezug zurückzuführen, der gemäß Unternehmensangaben mit rund 50 % vergleichsweise hoch ist. Die Umsatzerlöse, hauptsächlich aus Schuldgeldeinnahmen bestehend, lagen erwartungsgemäß mit 6,05 Mio. € (VJ: 6,20 Mio. €) etwas unter dem Vorjahreswert.
- Inklusive Kosten für den Börsengang in Höhe von 0,49 Mio. € wurde ein Jahresüberschuss in Höhe von -0,38 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €) erzielt. Bereinigt um Sonderaufwendungen hätte die ISA gAG einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,11 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €) ausgewiesen. Gemäß dem Gemeinnützigkeits-Status können zwar eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgt werden, die Erzielung hoher Ergebnisse oder die Ausschüttung von Gewinnanteilen ist jedoch nicht möglich. Mit dem Status der Gemeinnützigkeit geht aber eine Steuerbefreiung einher und es besteht die Möglichkeit, Fördermittel oder Spenden als Finanzierungsbaustein zu erhalten.
- Für die Bewertung der ISA gAG ziehen wir dennoch ein DCF-Modell heran, da unserer Ansicht nach die Erzielung des freien Cashflows nicht den Einschränkungen der Gemeinnützigkeit unterliegt. Als Grundlage für unsere DCF-Bewertung haben wir eine konstante Entwicklung der Schülerzahl unterstellt, bevor diese mit dem erwarteten Einzug auf den neuen Schulcampus ab dem Schuljahr 2026/27 ansteigen dürfte. Wir rechnen daher mit einem Umsatz- und Ergebnisanstieg ab dem Schuljahr 2026/27. Die von uns unterstellten Jahresüberschüsse liegen unserer Ansicht nach noch im Rahmen der Gemeinnützigkeitsvorgaben.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 10,26 Mio. € oder 22,06 € je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 9,40 € liegt damit ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>ESG-Analyse</b> .....	<b>4</b>
ESG/Nachhaltigkeits-Check .....	4
SDG-Referenz .....	5
<b>Unternehmen</b> .....	<b>7</b>
Internationale Schulen .....	7
gAG – gemeinnützige Aktiengesellschaft .....	7
Die International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG .....	8
Wichtiges Projekt neuer Schulcampus .....	8
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>10</b>
ISA und der Wirtschaftsstandort Augsburg .....	10
Steigende Beliebtheit der Privatschulen .....	10
<b>Operative Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>12</b>
Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2020/21 .....	12
Umsatzentwicklung GJ 2020/21 .....	12
Ergebnisentwicklung GJ 2020/21 .....	13
Bilanzkennzahlen zum 31.08.2021 .....	15
<b>Prognose und Modellannahmen</b> .....	<b>16</b>
Umsatzprognosen Schuljahre 2021/22 – 2028/29 .....	16
Ergebnisprognosen Schuljahre 2021/22 – 2028/29 .....	17
<b>Bewertung</b> .....	<b>19</b>
Bewertung als gAG .....	19
Modellannahmen .....	19
Bestimmung der Kapitalkosten .....	19
Bewertungsergebnis .....	20
DCF-Modell .....	21
<b>Anhang</b> .....	<b>22</b>

## ESG-ANALYSE

### ESG/Nachhaltigkeits-Check

Neben den zunehmenden regulatorischen Aspekten (Stichwort: EU-Taxonomie, Offenlegungsverordnung etc.) hat das Thema Nachhaltigkeit für CEOs eine weitere, nicht minder wichtige Dimension: Nachhaltigkeit und Transparenz spielen heute eine wesentliche Rolle für die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt und sind ausschlaggebend für die Anlageentscheidungen institutioneller Investoren – sowohl bei Aktien als auch bei Bonds. Vor diesem Hintergrund haben wir der ISA gAG einem Nachhaltigkeitscheck auf Basis unseres standardisierten und proprietären Nachhaltigkeitsfragebogens unterzogen, um ein unternehmensspezifisches ESG-Profil zu erstellen und konkrete nachhaltigkeitsorientierte Unternehmensaktivitäten zu durchleuchten.

**ESG-Profil:** Nachhaltigkeitsorientierte Aktivitäten des Unternehmens (auf Basis der Beantwortung des GBC-Nachhaltigkeitsfragebogens)

#### E - Beitrag zum Umweltschutz

- ❖ Nutzung alternativer Antriebsmöglichkeiten wie die E-Mobilität als präferiertes Fortbewegungsmittel
- ❖ Anwendung besonderer und umweltbewusster Müllentsorgungskonzepte
- ❖ Backoffice-Tätigkeiten werden papierlos durchgeführt (Stichwort: Müllvermeidung)
- ❖ Unterstützung von Umweltorganisationen und aktives Engagement bei zahlreichen Umweltschutzprojekten
- ❖ Strombezug aus Ökostromquellen

#### S – Maßnahmen für ein nachhaltiges Arbeitsumfeld und Personalförderung

- ❖ Angebot kostenfreier Trainings- und Schulungsmöglichkeiten wie Sprachkurse, IT-Fortbildungen, Pädagogische Fortbildungen sowie Managementseminare für die Mitarbeiter
- ❖ Gleitzeit/ Flexible Arbeitszeitgestaltung
- ❖ Teilzeitstellen für Mitarbeiter mit Kindern
- ❖ Homeoffice/ Remote Work
- ❖ Ehrenamtliches Engagement für Initiativen

#### G – Unternehmensführung

- ❖ Umsetzung einer nachhaltigen Corporate Governance
- ❖ Kontinuierliche Investitionen in Technologien/Digitalisierung, Mitarbeiter, Verbesserung von Energieeffizienzsystemen
- ❖ Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten als essenzieller Bestandteil bei der Unternehmensphilosophie
- ❖ Verbesserung des Umwelt- und Klimaschutzes als wesentliches Unternehmensziel
- ❖ Mitgliedsunternehmen der GEMEINWOHLÖKONOMIE

**Die ISA gAG ist ein Betreiber einer international ausgerichteten Schule mit dem Fokus auf die Vermittlung hochwertiger, inklusiver und gerechter Bildung im Kontext der Diversität. Als englischsprachiges Gesamtschul-/Ganztageschulkonzept erfüllt die ISA gAG höchste internationale Bildungsstandards und bietet ein Bildungskonzept für Kinder internationaler, mobiler Familien in der Region Augsburg-München. Das Thema Nachhaltigkeit spielt bei der ISA eine tragende Rolle. Die Vermittlung einer nachhaltigkeitsorientierten Denkweise sieht das Unternehmen als oberstes Erziehungs- und Bildungsziel. Neben dem Bildungsaspekt forciert die ISA gAG zudem das Bewusstsein im Hinblick auf den Klimaschutz und auf das Handeln der Schüler und Lehrer im Sinne der Umwelt. Demnach leistet die**

**ISA gAG neben der Vermittlung hochwertiger Bildung auch noch einen immanen-  
ten Beitrag zu anderen Nachhaltigkeitszielen der UN.**

### **SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN- Nachhaltigkeitszielen (Auszug)**

Die ISA gAG leistet einen wesentlichen Beitrag zu den Zielen: 4, 5, 8, 9, 10, 13, 15, 16 und 17. Dadurch trägt die Gesellschaft zur Zielerfüllung zu 9 von 17 UN-Nachhaltigkeitszielen aktiv bei. Somit wird deutlich, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein essenzieller Bestandteil des Geschäftsmodells respektive der Unternehmensstrategie darstellen und das Thema Nachhaltigkeit einen hohen Stellenwert bei den Geschäftsaktivitäten der ISA gAG einnimmt.



**Hochwertige Bildung – „Inklusive, gerechte und hochwertige Bildung gewährleisten und Möglichkeiten des lebenslangen Lernens für alle fördern“**

**Nachhaltigkeit als Erziehungs- und Bildungsziel:** Als Institution für inklusive und hochwertige Bildung werden innovative Schul- und Lernkonzepte entwickelt und vermittelt, um den Schülerinnen- und Schülern den höchstmöglichen Standard an Bildung zu vermitteln und somit Humankapital aufzubauen. In diesem Zusammenhang wurde das Unternehmen als **TOP 100 Unternehmen für Innovationsmanagement und Innovations-erfolg** ausgezeichnet.



**Geschlechtergleichheit – „Geschlechtergerechtigkeit und Selbstbestimmung für alle Frauen und Mädchen erreichen“**

**Der Gleichberechtigungsgrundsatz als Credo der Schule:** Diversität und Vielfalt bei den Schülern und der Belegschaftsstruktur (Schaffung einer kollaborativen Community) stellt einen integralen Bestandteil der Unternehmensphilosophie dar. Die Schule steht für Inklusion, Zusammenhalt und Diversität. Daher ist die ISA auch Unterzeichner der Initiative **Charta der Vielfalt**.



### **Maßnahmen zum Klimaschutz – „Umgehend Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und seiner Auswirkungen ergreifen“**

**Green/Sustainability Thinking:** Die ISA gAG unterstützt Umweltorganisationen und leistet ein aktives Engagement bei zahlreichen Umweltschutzprojekten. In diesem Zusammenhang erhielt die Schule auch schon die Auszeichnung als „**Umweltschule in Europa / Internationale Nachhaltigkeitsschule**“ von der Bayerischen Landeskoordination

#### **GBC Nachhaltigkeitsfazit:**

Zusammenfassend adressiert das ISA gAG insgesamt **9 der 17** UNESCO Nachhaltigkeitszielen und leistet somit einen aktiven Beitrag zu deren Erreichung. Dadurch ist ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit gut für ein nachhaltigkeitsorientiertes (ESG-konformes) Portfolio. Die ISA bietet die einzigartige Möglichkeit an, aktiv in das Themenfeld Bildung zu investieren. Zudem sorgen ein verstärktes Umweltbewusstsein und intaktes Umweltmanagement auch für einen ökologischen Mehrwert und somit stellt die ISA gAG ein ESG/Impact-Investment dar.

## UNTERNEHMEN

### Internationale Schulen

Internationale Schulen sind Teil eines weltweiten, etwa 3.300 Schulen umfassenden Netzwerkes. Hier liegt der Grundgedanke zugrunde, wonach ein grenzübergreifender Schulwechsel, wie dieser beim Arbeitsplatzwechsel eines Elternteils notwendig sein kann, barrierefrei möglich ist. Aufgrund der einheitlichen englischen Unterrichtssprache ist die sprachliche Anschlussfähigkeit gegeben und durch das einheitliche pädagogische Konzept ein reibungsloser Schulwechsel möglich. Dabei ist keine Integration und damit keine Anpassung an ein neues Schulsystem notwendig.

Daher bieten internationale Schulen in erster Linie Familien international mobiler Fachkräfte ein Bildungsangebot, welches das gesamte Spektrum bis hin zur Hochschulreife abdeckt. In den vergangenen Jahren wurden internationale Schulen aber auch zunehmend als Alternative zum staatlichen Schulsystem wahrgenommen, wodurch deutsche Schüler einen relevanten Anteil an den deutschen internationalen Schulen haben. Vom Vorteil ist hier, dass das englischsprachige Programm auf international standardisierten Lehrplänen basiert und weltweit anerkannte Abschlüsse (IGCSE; IB Diploma) ermöglichen. Während das IGCSE mit der deutschen Mittleren Reife vergleichbar ist, stellt das IB Diploma eine sowohl im Ausland als auch in Deutschland anerkannte Hochschulreife dar. Entsprechend dem Beschluss der Kultusministerkonferenz wird das IGCSE in Bayern als mittlerer Schulabschluss und das IB Diploma als allgemeine Hochschulzugangsbefähigung zu Fachhochschulen und Universitäten anerkannt.

### gAG – gemeinnützige Aktiengesellschaft

Die International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG (kurz: ISA gAG) ist eine gemeinnützige Aktiengesellschaft (gAG). Gemeinnützige Aktiengesellschaften sind Kapitalgesellschaften, in denen eine Verbindung aus Gemeinnützigkeit und wirtschaftlichem Handeln stattfindet. Aufgrund des gemeinnützigen Zwecks sind diese Gesellschaften von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit. Als gemeinnützig anerkannt sind unter anderem die Förderung von Wissenschaft und Forschung, Religion, Kunst und Kultur sowie die Förderung der Erziehung und Bildung.

Der wirtschaftliche Aspekt der gAG's ist jedoch eingeschränkt. So können Kapitalgesellschaften zwar selbstlos tätig sein und eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgen, die Gesellschafter (Aktionäre) dürften jedoch keine Gewinnanteile oder sonstige Zuwendungen aus den Körperschaftsmitteln erhalten. Daher sind Dividendenausschüttungen, außer diese gehen an eine weitere gemeinnützige Körperschaft, nicht möglich. Darüber hinaus erhalten die Gesellschafter bei ihrem Ausscheiden, bei der Auflösung der Gesellschaft oder beim Wegfall steuerbegünstigter Zwecke, nicht mehr als die eingezahlten Kapitalanteile zurück. Sofern die Aktien einer gAG börsennotiert sind und damit ein Handel gewährleistet ist, können jedoch im Rahmen von Kauf- und Verkaufstransaktionen Kurssteigerungen realisiert werden.

Aufgrund des Status haben gemeinnützige Unternehmen, im Gegensatz zu den klassischen Kapitalgesellschaften, Zugang zu mehreren Erlösquellen, darunter Fördermittel und Spenden. Darüber hinaus liegt, da kein Dividendenabfluss stattfindet, eine hohe Innenfinanzierungskraft vor. In der Regel werden die gesamten erwirtschafteten Gewinne reinvestiert, was sich wertsteigernd auswirkt. Gemäß Abgabenordnung müssen die Verwaltungsstrukturen dabei effizient und schlank gehalten werden, womit die Mittel zur Reinvestition und damit der Unternehmenswert nochmals gesteigert werden.



## **Die International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG**

Als internationale englischsprachige Schule umfasst die im Jahr 2005 gegründete ISA gAG insgesamt vierzehn Jahrgänge, in denen zum Beginn des laufenden Schuljahres 2021/22 insgesamt 346 Schüler eingeschrieben waren. Neben der Lower School, in der drei bis fünfjährige Kinder betreut werden, liegt eine Unterteilung in den Schuljahrgangsstufen 1-5, 6-10 (Abschluss Mittlere Reife) und 11-12 (Abschluss IB-Diploma) vor. Für die letzten zwei Jahrgangsstufen 11 und 12 ist die ISA gAG seit dem Schuljahr 2010/2011 von der Organisation du Baccalauréat International für das International Baccalaureate Diploma Programme autorisiert. Das nach erfolgreichem Abschluss der zwölften Klasse erhaltene IB-Diploma ist ein internationales Abitur und wird auch in Deutschland als allgemeine Hochschulzugangsqualifikation zu Fachhochschulen und Universitäten anerkannt.

Während die ISA gAG für alle Jahrgangsstufen sowie für die Vorschule Schulgeld einnimmt, sind die Vorschule sowie die Jahrgangsstufen 10 bis 12 von den öffentlichen Zuschüssen ausgenommen.

Mit einem Schüler-/Lehrerverhältnis (Basis: Schuljahr 2020/21) von 4,95 liegt eine sehr intensive Schülerbetreuung vor. In den staatlichen Schulen in Bayern liegt dieses Verhältnis bei den allgemein bildenden Schulen mit 13,2 deutlich höher (Quelle: Bayerns Schulen in Zahlen 2020/2021). Zudem haben internationale Schulen, wie die ISA gAG, im Gegensatz zu den staatlichen Schulen, in aller Regel eine hervorragende Ausstattung. Alle Klassenzimmer der ISA gAG sind beispielsweise mit interaktiven Whiteboards und Laptops ausgestattet, wodurch eine interaktive und digitale Lernumgebung möglich ist. Durch diesen hohen Digitalisierungsgrad war es sogar möglich, während des Covid-19-bedingten Lock Downs einen umfassenden Unterricht anzubieten. Gemäß Angaben der ISA gAG wurde in dieser Phase der Unterricht vollständig fortgesetzt und nach Beendigung des Lock Downs in hybrider Form fortgesetzt.

## **Wichtiges Projekt neuer Schulcampus**

In den vergangenen Schuljahren ist die ISA gAG an ihre räumliche Kapazitätsgrenze gestoßen. Aktuell stehen der ISA gAG zwei Gebäude, ein Containerbau sowie Außenanlagen und ein Außensportplatz zur Verfügung. Von den zwei Schulgebäuden ist eines angemietet und eines befindet sich im Besitz der Gesellschaft.

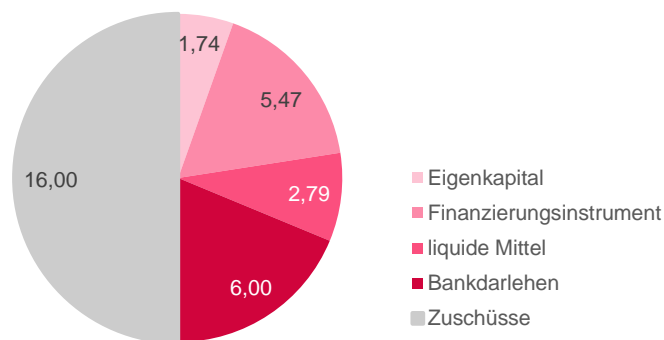
Das angemietete Gebäude dient als Vorschul- und Unterrichtsgebäude und enthält neben den Klassenzimmern, die Bibliothek sowie die Laborräume für den naturwissenschaftlichen Unterricht. Im ISA-eigenen zweiten Gebäude sind neben Schulklassen die Mensa sowie die Turnhalle enthalten. Im Containerbau, der ebenfalls der ISA gAG gehört und auf einem ISA-eigenen Grundstück errichtet wurde, sind ein zusätzliches Klassenzimmer sowie die Verwaltung untergebracht. Nicht nur, dass das Raumangebot bei allen Gebäuden vollständig ausgeschöpft ist und damit die Raum-, Personal- und Stundenplanung erschwert ist, geht die ISA gAG bei dem größeren, nicht im Besitz stehenden Objekt, von einem hohen Sanierungsbedarf aus. Dies würde mittel- bis langfristig zusätzliche Kapazitätsprobleme nach sich ziehen.

Vor diesem Hintergrund plant die ISA gAG sowohl den Schulbetrieb als auch die Verwaltung vollständig an einen neuen Schulcampus zu verlagern. Diesbezüglich befindet sich die Gesellschaft derzeit in Verhandlungen zur Sicherung eines Grundstückes in unmittelbarer Nähe zum Bahnhof Gersthofen (ca. 3 km vom aktuellen Standort entfernt). Die mögliche Fläche, die noch im laufenden Geschäfts-/Schuljahr gesichert werden sollte, befindet sich in der Nähe eines Autobahnanschlusses zur A8 (Richtung Ost-West) und

zur autobahnähnlich ausgebauten Bundesstraße B 17 (Richtung Süd-Nord). Schüler aus dem Augsburger Stadtgebiet würden damit ebenso adressiert werden wie die Schüler aus den umliegenden Landkreisen, bis hin in den Münchener Westen hinein.

Die von der ISA gAG zum IPO Anfang 2021 vorgestellten Eckdaten des Neubaus sind gleichgeblieben. Unverändert wird für die erste Ausbaustufe ein Gesamtfinanzierungsvolumen von ca. 32 Mio. € veranschlagt, wovon aber etwa 50 %, also 16 Mio. €, über nicht rückzahlbare staatliche Investitionszuschüsse abgedeckt werden würden. Das von der Gesellschaft aufzubringende Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von 16 Mio. € würde von der ISA gAG aus einem Mix aus Eigenkapital, Fremdkapital sowie einem aktuell noch zu definierenden Finanzierungsinstrument abgedeckt werden. Unseren Berechnungen zur Folge könnte die Finanzierungsstruktur, unter Berücksichtigung der im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020/21 durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von 1,74 Mio. € folgendermaßen aussehen:

#### Möglicher Finanzierungsmix gemäß GBC-Schätzungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Derzeit befindet sich das Projekt in der von der Gesellschaft als „Phase 0“ definierten Phase. In dieser Phase wird nach der Auswahl des Architekturbüros das sogenannte Raumbuch erstellt. Im Nachgang findet die Antragstellung der Fördermittel sowie das Ausschreibungsverfahren für das ausführende Architekturbüro und die Gebäudearchitektur statt. Vom aktuellen Standpunkt aus ist mit dem Baubeginn Anfang 2024 (Geschäftsjahr 2023/2024) zu rechnen und der Einzug auf das neue Gelände könnte Anfang/Mitte 2026 (Schuljahr 2025/2026) stattfinden.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Als internationale Schule richtet sich die ISA gAG einerseits an Familien und Kinder von international mobilen Mitarbeitern, die bei global operierenden Unternehmen angestellt sind. Für ausländische Fachkräfte hat ein weltweit einheitliches Schulkonzept eine hohe Bedeutung und damit spielen internationale Schulen eine aktive Rolle bei der Akquise und Bindung von Arbeitskräften und letztlich bei der Förderung des Wirtschaftsstandortes in Deutschland. Dies belegt auch eine von „prognos“ durchgeführte Befragung, wonach 67 % der ausländischen Fachkräfte angegeben hatten, dass das Angebot einer internationalen Schule ausschlaggebend für die Arbeitsplatzwahl war.

### ISA und der Wirtschaftsstandort Augsburg

Vor diesem Hintergrund agiert die ISA gAG mit dem regionalen Schwerpunkt in der Region Augsburg und dem bis in den Münchner Westen reichenden Einzugsgebiet in einer wachstumsstarken Region. Die so genannte A<sup>3</sup>-Region (Landkreise Augsburg und Aichach-Friedberg sowie kreisfreie Stadt Augsburg) ist mit 640.000 Einwohnern der drittgrößte Verdichtungsraum in Bayern und weist eine stark diversifizierte Wirtschaft auf, bei einer weit unter dem Bundesdurchschnitt liegenden Arbeitslosenquote.

Mit der Gründung der medizinischen Fakultät am Universitätsklinikum Augsburg sowie des in Gersthofen in Nähe der ISA gAG geplanten Medizintechnik-Campus wird im Wirtschaftsraum Augsburg in den kommenden Jahren die Bedeutung des Dienstleistungsbereichs und des Gesundheitswesens zunehmen. Darüber hinaus ist der im Jahr 2016 eröffnete Innovationspark Augsburg einer der größten seiner Art in Europa. Mit dem Technologiezentrum als Herzstück beherbergt der Innovationspark verschiedene Unternehmen aus innovativen Zukunftsbranchen, darunter auch Institute wie das Fraunhofer-Institut oder das Deutsche Institut für Luft- und Raumfahrt. Augsburg könnte sich zukünftig zudem auch im Bereich der künstlichen Intelligenz sowie in der Brennstoff-Zellen-Produktion als wichtiger Standort etablieren. Diesbezüglich hat das Bayerische Wirtschaftsministerium angekündigt, insbesondere diese Bereiche in Augsburg zu fördern. Daraus lässt sich ein steigender Bedarf an internationalen Fachkräften ableiten, woraus sich eine erhöhte Nachfrage nach der Ausbildung der Kinder dieser Fachkräfte ergibt.

Der Einzugsbereich der ISA gAG sollte zumindest den Münchner Westen abdecken. Darüber hinaus ist Augsburg der Wohnort vieler München-Pendler, so dass die ISA gAG auch von der Attraktivität des Standortes München profitieren dürfte.

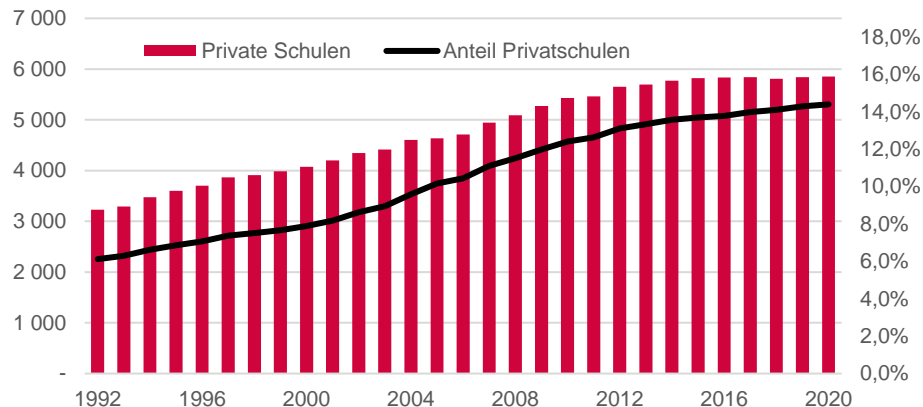
### Steigende Beliebtheit der Privatschulen

Neben der Ausbildung internationaler Fachkräfte werden internationale Schulen auch als Alternative zum staatlichen Schulsystem wahrgenommen und profitieren dabei von einer zunehmenden Beliebtheit der Privatschulen. Gemäß Aussage des statistischen Bundesamtes ist das Interesse an Privatschulen in den letzten Jahren deutlich angestiegen. Dabei spielen Privatschulen vor allem als Kompensation für Lücken im staatlichen Angebot und als Ausgleich für subjektiv empfundene Strukturdefizite der öffentlichen Schulen eine wichtige Rolle.

Die Anzahl der Privatschulen ist zwischen 1992 und 2020 um 81,2 % auf 5.855 stark angestiegen. Gemäß statistischem Bundesamt ist die Anzahl der Privatschulen sogar in den Jahren angestiegen, als die Gesamtzahl aller Schulen, aufgrund der stark gesunkenen Geburtenzahlen Ende der 90er Jahre, rückläufig war. Zwischen 2000 und 2020 ist

die Anzahl aller Schulen um rund 21 % gesunken, die der Privatschulen jedoch um 44 % angestiegen.

#### Anzahl Private Schulen und Anteil an allen Schulen



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Internationale Schulen stellen eine Sonderform der privaten Schulen in Deutschland dar, da diese zwar grundsätzlich auf eine internationale Schülerschaft ausgerichtet sind, in den vergangenen Jahren jedoch auch einen hohen Zulauf deutscher Schüler verzeichnet haben. Nach eigenen Recherchen bieten deutschlandweit derzeit 37 private internationale Schulen das IB Diploma an. Besonders viele internationale Schulen wurden dabei in den Jahren um die Jahrtausend-Wende gegründet, als zwischen den Jahren 1995 und 2005 insgesamt 17 (darunter auch die ISA) internationale Schulen den Schulbetrieb aufgenommen hatten.

## OPERATIVE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2020/21

in Mio. €	GJ 2015/16	GJ 2016/17	GJ 2017/18	GJ 2018/19	GJ 2019/20	GJ 2020/21
Umsatzerlöse	5,23	5,44	5,85	6,11	6,20	6,05
EBITDA	0,38	0,36	0,48	0,43	0,23	0,01*
Jahresüberschuss	0,03	0,01	0,12	0,11	-0,16*	-0,38*

Quelle: ISA gAG, GBC AG; \*inklusive Kosten für den Börsengang

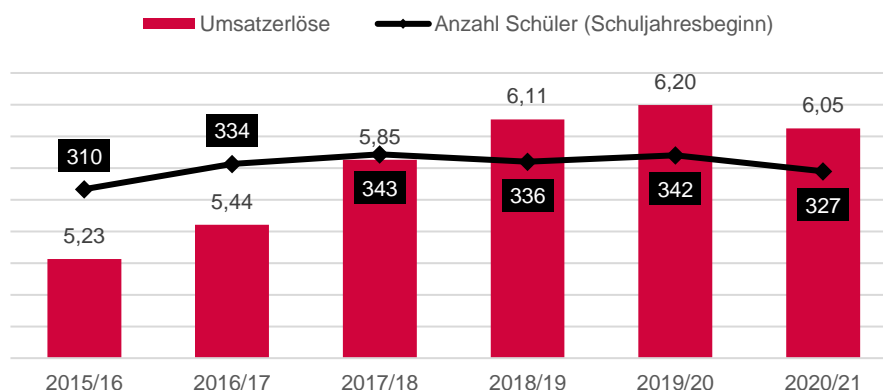
*Hinweis: gemäß dem gemeinnützigen Status darf die ISA ausschließlich und unmittelbar gemeinnützige Zwecke und damit keine eigenwirtschaftlichen Zwecke verfolgen. Im Unterschied zu einer klassischen Aktiengesellschaft darf die ISA daher kein auf Gewinn ausgerichtetes Geschäft betreiben, was insbesondere auf der Ergebnisebene sichtbar wird. Alle erzielten Überschüsse müssen unmittelbar zur Erfüllung des gemeinnützigen Zwecks verwendet werden und dienen damit als Investition der Steigerung des Unternehmenswertes. Vor diesem Hintergrund liegt der von der ISA gAG erwirtschaftete Jahresüberschuss naturgemäß auf sehr niedrigem Niveau.*

### Umsatzentwicklung GJ 2020/21

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020/2021 (Geschäftsjahresende 31.08.2021) war die Umsatzentwicklung der ISA gAG erwartungsgemäß leicht auf 6,05 Mio. € (VJ: 6,20 Mio. €) rückläufig. Die Umsatzerlöse der ISA gAG stehen dabei im direkten Zusammenhang mit dem Schulbetrieb, mit den beiden großen Erlösströmen Schuldgeld und öffentliche Zuschüsse. Während die ISA gAG für alle Jahrgangsstufen sowie für die Vorschule Schulgeld einnimmt, sind die Vorschule sowie die Jahrgangsstufen 10 bis 12 von den öffentlichen Zuschüssen ausgenommen.

Ursächlich für den leichten Umsatzrückgang ist die leicht niedrigere Schüleranzahl, die zum Schuljahresbeginn 2020/2021 mit 327 etwas unterhalb des Vorjahreswertes von 342 lag. Vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie ist die Schülerentwicklung sogar positiv hervorzuheben, da die geltenden Reisebeschränkungen den Zuzug internationaler Familien negativ beeinflusst haben. Der nur leichte Schülerrückgang ist auf einen hohen Schüleranteil mit lokalem Bezug zurückzuführen, der gemäß Unternehmensangaben mit rund 50 % vergleichsweise hoch ist.

### Umsatzerlöse (in Mio. €) und Schüleranzahl



Quelle: ISA gAG; GBC AG

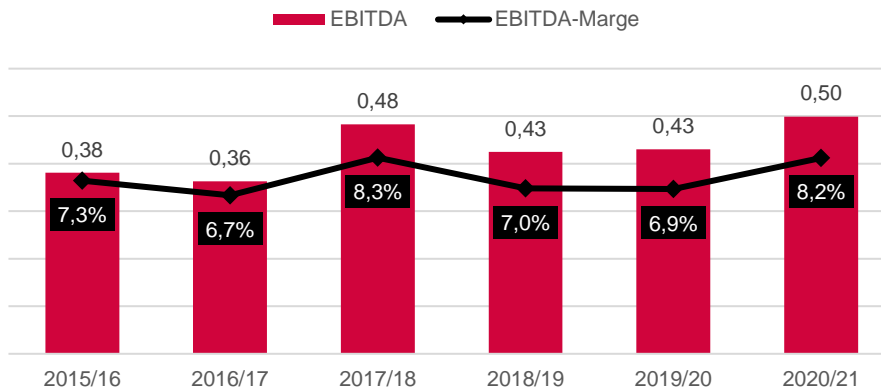
In unseren bisherigen Umsatzprognosen (siehe Researchstudie vom 22.01.2021) hatten wir für das abgelaufene Geschäftsjahr Umsätze in Höhe von 6,02 Mio. € prognostiziert.

Insofern ist das von der ISA gAG erreichte Umsatzniveau als Punktlandung zu betrachten.

## Ergebnisentwicklung GJ 2020/21

Das in der Regel deutlich über dem Break-Even liegende EBITDA lag als Folge der rückläufigen Umsatzentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020/21 mit 9.283 € (VJ: 0,23 Mio. €) nur noch knapp in der Gewinnzone. Allerdings hatte nicht nur das niedrigere Umsatzniveau den EBITDA-Rückgang zu verantworten. Außerordentliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem erfolgten Börsengang in Höhe von 0,49 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) hatten hier einen deutlich negativen Einfluss auf die operative Ergebnisentwicklung. Bereinigt um diese Aufwendungen hätte die ISA gAG ein EBITDA in Höhe von 0,50 Mio. € (VJ: 0,44 Mio. €) ausgewiesen.

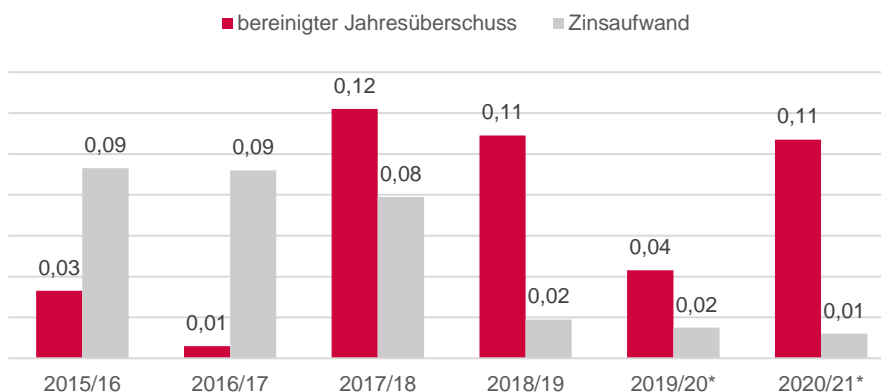
### Bereinigtes\* EBITDA (in Mio. €) und bereinigte\* EBITDA-Marge (in %)



Quelle: ISA gAG; GBC AG; \*bereinigt um Kosten des Börsengangs in Höhe von 0,49 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €)

In der bereinigten Darstellung wird die hohe Ergebnisstabilität deutlich sichtbar, wobei aufgrund leicht niedrigerer operativer Kosten (Materialaufwand; Personalaufwand) das bereinigte EBITDA sogar leicht gesteigert wurde. Bezeichnend steht hierfür die leichte Reduktion bei der größten Kostenposition Personalaufwand auf 4,48 Mio. € (VJ: 4,52 Mio. €). Hier sind in erster Linie die Gehälter der 86 Personen (VJ: 88) umfassenden Belegschaft enthalten. Der überwiegende Teil der Belegschaft wird durch die 66 Lehrkräfte (VJ: 65 Lehrer) repräsentiert.

### Bereinigter Jahresüberschuss und Zinsaufwand (in Mio. €)



Quelle: ISA gAG; GBC AG; \*bereinigt um Kosten des Börsengangs in Höhe von 0,49 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €)

Unter Berücksichtigung der IPO-Kosten, der Abschreibungen sowie der Finanzaufwendungen lag das Jahresergebnis mit -0,38 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €) im negativen Bereich. Bereinigt um die außerordentlichen Aufwendungen hätte die ISA gAG hier mit 0,11 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €) aber ein knapp positives Ergebnis erwirtschaftet. Hier ist erwähnenswert, dass die Gewinnerzielung gemäß dem Gemeinnützigkeitsstatus nur eingeschränkt möglich ist. Gleichzeitig genießen gemeinnützige Gesellschaften steuerliche Vorteile und sind von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit.

Hervorzuheben ist ferner die erneut rückläufige Entwicklung des Zinsaufwandes auf 0,01 Mio. € (VJ: 0,02 Mio. €), welcher keine nennenswerte Kostenposition mehr darstellt. Dies hängt mit der Rückführung der Bankverbindlichkeiten auf 0,60 Mio. € (31.08.2020: 0,74 Mio. €) zusammen. Ursprünglich hatte die ISA gAG zur Finanzierung des im Schuljahr 2009/10 in Betrieb genommenen Schulgebäudes Bankkredite in Höhe von 3,86 Mio. € aufgenommen, die nun fast vollständig zurückgeführt sind.

## Bilanzkennzahlen zum 31.08.2021

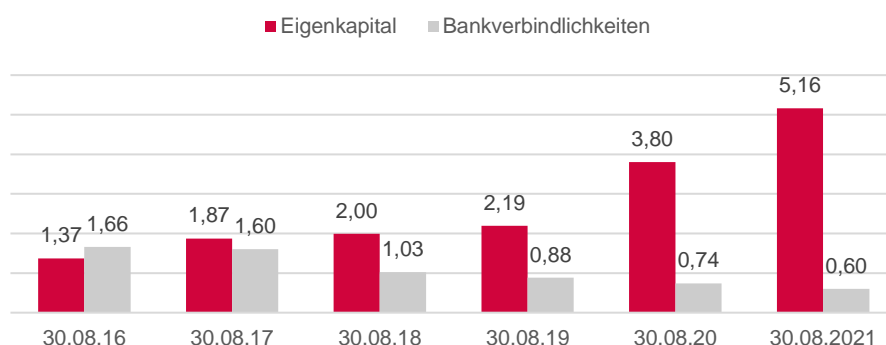
in Mio. €	31.08.16	31.08.17	31.08.18	31.08.19	31.08.20	31.08.21
Bilanzsumme	6,00	6,69	6,21	6,46	7,76	9,06
Eigenkapital (EK-Quote)	1,37	1,87	2,00	2,19	3,80	5,16
Kredite	1,66	1,60	1,03	0,88	0,74	0,60
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	3,14	3,53	3,12	3,19	4,39	5,82
Cashflow (operativ)	0,28	0,42	0,40	0,72	0,00	0,11
Cashflow (Finanzierung)	-0,27	-0,47	-0,24	-0,49	-0,50	-1,48
Cashflow (Investition)	0,33	0,44	-0,58	-0,17	1,70	1,59

Quelle: ISA gAG, GBC AG

Im Zuge der im abgelaufenen Geschäftsjahr durchgeführten Kapitalerhöhung wurde mit der Ausgabe von 139.013 neuen Aktien (Nennwert je Aktie: 10,00 €) ein Bruttoemissionserlös von 1,74 Mio. € erzielt. Das Eigenkapital erhöhte sich damit auf 9,06 Mio. € (31.08.20: 7,76 Mio. €) und die EK-Quote verbesserte sich auf 57,0 % (31.08.20: 49,0 %). Auf der Aktivseite der Bilanz hatte die Kapitalmaßnahme zu einer Erhöhung der liquiden Mittel (inklusive Wertpapiere des Anlagevermögens) auf 5,82 Mio. € (31.08.20: 4,39 Mio. €) geführt.

Darüber hinaus weist das Bilanzbild der ISA gAG kaum Veränderungen auf. Auf der Aktivseite nimmt das Anlagevermögen, neben den dargestellten liquiden Mitteln (inklusive Wertpapiere), mit 2,98 Mio. € (31.08.20: 3,04 Mio. €) eine besondere Stellung ein. Hiervon macht der bilanzielle Wert des im ISA gAG-Besitz stehenden Schulgebäudes 1,58 Mio. € (VJ: 1,67 Mio. €) aus. Da die ISA gAG nach den konservativen Grundsätzen des HGB bilanziert, ist beim Immobilienbesitz von stillen Reserven auszugehen. Hierzu eine einfache Rechnung: inklusive nachträglicher Kosten liegen die historischen Herstellungskosten für das Schulgebäude bei 4,05 Mio. €. Selbst unter Abzug einer möglichen Rückzahlung staatlicher Zuschüsse (da Mindestnutzung von 25 Jahren möglicherweise unterschritten wird) in Höhe von ca. 0,60 Mio. €, läge der Wert bei 3,45 Mio. €. Gegenüber dem Bilanzansatz in Höhe von 1,58 Mio. € liegen damit, unseren Berechnungen nach, stille Reserven in Höhe von 1,87 Mio. € vor. Auch diese Berechnung ist als konservativ zu sehen, da hier mit Anschaffungskosten und nicht mit aktuellen Marktwerten gerechnet wurde.

### Eigenkapital und Bankfinanzierung (in Mio. €)



Quelle: ISA gAG; GBC AG

Die auf der Passivseite dazugehörige Bankfinanzierung wurde zu großen Teilen auf 0,60 Mio. € (31.08.20: 0,74 Mio. €) zurückgeführt und damit verfügt die ISA gAG nur noch über geringe Bankverbindlichkeiten. Ein großer Teil der Verbindlichkeiten steht im Zusammenhang mit den vorab erhaltenen Schulgeldern in Höhe von 3,03 Mio. € (31.08.20: 2,90 Mio. €).



## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

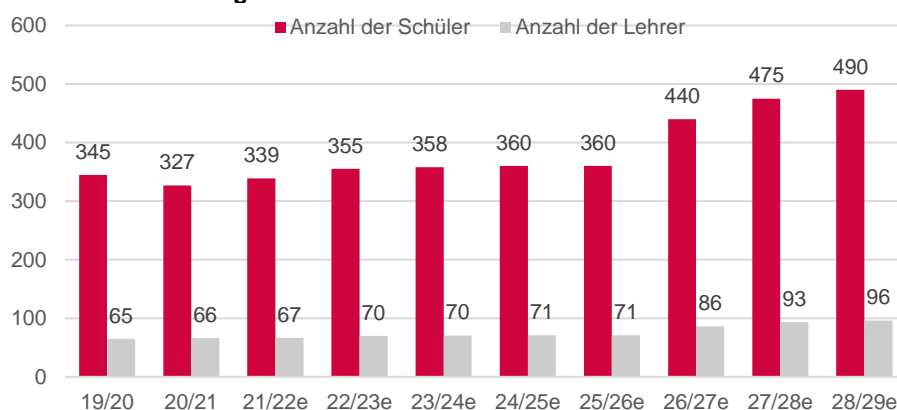
in Mio. €	GJ 20/21	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e
Umsatzerlöse	6,05	6,43	6,69	6,85	6,99	7,10	8,81	9,65	10,10
EBITDA	0,01	0,51	0,54	0,55	0,57	0,58	0,73	0,81	0,85
JÜ	-0,38	0,21	0,23	0,12	0,11	0,12	0,10	0,20	0,26

Quelle: ISA gAG; GBC AG

### Umsatzprognosen Schuljahre 2021/22 – 2028/29

Wie auch schon im Rahmen unserer ersten Researchstudie (Initial Coverage) vom 22.01.2021 dargestellt, liefert die prognostizierte Schüleranzahl die Basis der künftigen Geschäftsentwicklung der ISA gAG. Einerseits lassen sich daraus die Umsatzerlöse und die Förderzuschüsse sowie andererseits die Materialaufwendungen und indirekt die Aufwendungen für den Lehrkörper ableiten. Bis zur Inbetriebnahme des neuen Schulcampus im Schuljahr 2025/26 rechnen wir zunächst mit einer vergleichsweise konstanten Entwicklung der Schüleranzahl. Als Ausgangsbasis dienen die zum Beginn des laufenden Schuljahres 2021/22 eingeschriebenen 346 Schüler, die gleichzeitig den höchsten Wert seit Bestehen der ISA gAG darstellen. In der ersten Ausbaustufe könnten auf dem neuen Schulcampus bis zu 500 Schüler unterrichtet werden. Ab dem Schuljahr 2026/27 findet sich dies in einem entsprechenden Schüler-Anstieg wieder. Parallel dazu gehen wir, bei einem gleichbleibenden Schüler-/Lehrerverhältnis, auch bei der Lehreranzahl von einem Anstieg aus.

#### Erwartete Entwicklung der Schüler- und Lehreranzahl

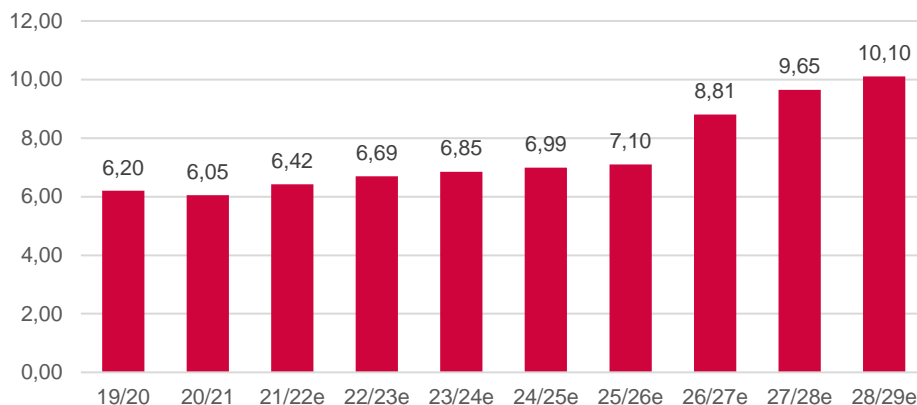


Quelle: GBC AG

Für die Jahrgänge 1 – 9 hat die ISA gAG den Status der Ersatzschule inne, was bedeutet, dass nur für diese Jahrgänge staatliche Zuschüsse erhalten werden können. Damit verbunden ist für diese Jahrgänge aber auch eine genehmigungspflichtige Schulgelderhöhung, welche im Rahmen des so genannten Sonderungsverbots in der Regel keine starken Steigerungen aufweist. Für das abgelaufene Schuljahr war eine Erhöhung von 0,5 % genehmigt worden. Lediglich für die Schuljahre 10 – 12 kann die ISA gAG die Höhe des Schulgeldes frei bestimmen. Als Basis für unsere Prognosen haben wir über alle Schuljahre hinweg jährliche Schulgelderhöhungen in Höhe von 1,5 % unterstellt.

Zusätzlich dazu haben wir in unseren Umsatzprognosen die jährlichen staatlichen Zuschüsse (Jahrgänge 1 – 9), ebenfalls auf Basis unserer Prognose der Schüleranzahl, erstellt. Bis zum Schuljahr 2025/26 rechnen wir mit leichten Umsatzsteigerungen, bevor mit dem Umzug an den neuen Schulcampus ab dem Schuljahr 2026/27 ein sprunghafter Umsatzanstieg erreicht werden dürfte:

### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



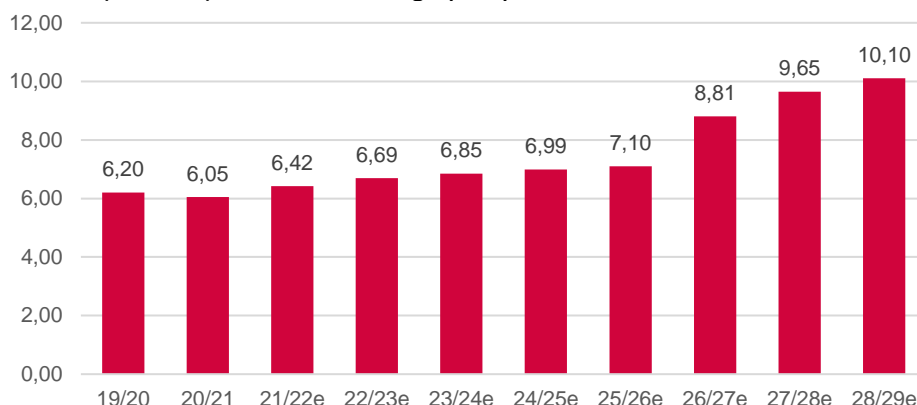
Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen Schuljahre 2021/22 – 2028/29

Das Kostenbild der ISA gAG ist von den Aufwendungen für den Lehrkörper dominiert. Bei einem von uns unterstellten, weitestgehend gleichbleibenden Schüler-/Lehrerverhältnis, sollte die Anzahl der Lehrer in den kommenden Schuljahren leicht zunehmen und erst mit dem Umzug auf den neuen Schulcampus sichtbar ansteigen. Auch bei den Lehrergehältern haben wir jährliche Steigerungen unterstellt, so dass sich die Personalkosten insgesamt proportional zum Umsatz entwickeln sollten. In den kommenden Geschäftsjahren sollte die Personalaufwandsquote bei ca. 71 % liegen.

Die ISA gAG dürfte im laufenden Geschäftsjahr 2021/22 aufgrund des Wegfalls der außerordentlichen IPO-Aufwendungen insgesamt niedrigere operative Kosten aufweisen. Zusammen mit dem erwarteten Umsatzanstieg sollte demnach ein deutlicher EBITDA-Anstieg erreicht werden. Das operative Ergebnisniveau sollte auch in den kommenden Geschäftsjahren jeweils leicht zunehmen. Wir rechnen jedoch mit einer EBITDA-Marge in einem engen Korridor zwischen 8,4 % (GJ 2021/22) und 8,9 % (GJ 2028/29).

### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

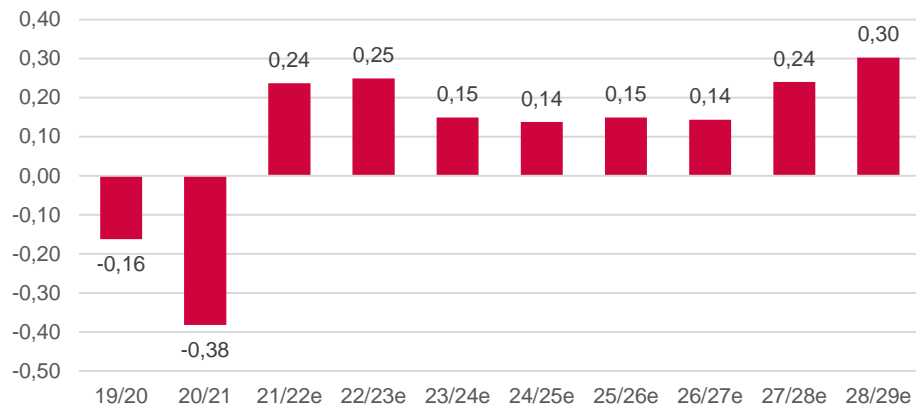


Quelle: GBC AG

Mit dem Umzug an den neuen Standort dürfte die ISA insgesamt keinen deutlichen Kostensprung aufzeigen. Einerseits ist davon auszugehen, dass der Wegfall der aktuellen Mieten in etwa den neuen Erbpacht-Mieten für das neue Grundstück zuzüglich Instandhaltungsaufwand entsprechen dürfte. Zwar unterstellen wir aufgrund der höheren Inanspruchnahme von Fremdkapital einen Anstieg des Finanzaufwandes, dieser dürfte mit

rund 0,15 Mio. € (ab dem Geschäftsjahr 2024/2025) aber deutlich unterhalb des operativen Ergebnisniveaus liegen. Daher sollte die ISA gAG in den kommenden Geschäftsjahren einen tendenziell steigenden Jahresüberschuss aufweisen, welcher in seiner Höhe auch im Rahmen der Gemeinnützigkeitsvorgaben liegen dürfte:

**Jahresüberschuss (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

## BEWERTUNG

### Bewertung als gAG

Zwar darf die ISA als gemeinnützige Aktiengesellschaft eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgen, aufgrund der Gemeinnützigkeit muss die ISA jedoch die Gewinne vollständig im Einklang mit den gesetzlichen Vorgaben verwenden. So ist z.B. eine Dividendenzahlung nicht möglich. Die Ermittlung des fairen Unternehmenswertes unter Verwendung der üblichen Bewertungsmethoden ist vor diesem Hintergrund eingeschränkt aussagekräftig, vor allem auch da die Gesellschaft keine nachhaltige Gewinnerzielung aufweisen darf. Für die Investoren sind Kursgewinne die einzige Renditemöglichkeit.

Da das DCF-Bewertungsmodell den freien Cashflow als Bewertungsgrundlage einbezieht, lässt sich hieraus, unserer Ansicht nach, eine näherungsweise Wertermittlung ableiten. Denn die Erzielung eines hohen freien Cashflows unterliegt nicht den Einschränkungen, die die Gemeinnützigkeit mit sich bringen. Der Fokus der Finanzbehörden liegt hier auf dem Periodenergebnis. Typischerweise ist dabei der operative Cashflow der ISA mit dem im Vergleich zum Periodenergebnis deutlich höheren EBITDA zu vergleichen.

### Modellannahmen

Die International School Augsburg – ISA-gemeinnützige AG wurde von uns mittels eines zweistufigen DCF-Modells bewertet. Die konkrete Prognoseplanung umfasst dabei die Schuljahre 2021/2022e bis 2028/2029e und damit auch einen Teil der Schuljahre im geplanten neuen Gebäude. Die nachhaltig erreichbare EBITDA-Marge liegt unseren Prognosen gemäß bei 8,9 % und die Ziel-EBITA-Marge liegt bei 4,45 %. Hier ist auch die tendenziell rückläufige Abschreibungshöhe berücksichtigt, welche noch zum Ende unseres Prognosezeitraums, aufgrund der dann erst erfolgten Inbetriebnahme des neuen Schulcampus, noch vergleichsweise hoch ist. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der International School Augsburg – ISA-gemeinnützige AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25 %, was gleichzeitig unsere Untergrenze darstellt.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 2,96 % (bisher: 2,67 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 2,37 % (bisher: 2,17 %).

## **Bewertungsergebnis**

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 10,26 Mio. € oder 22,06 € je Aktie ermittelt. Gegenüber unserer bisherigen Initial Coverage-Studie zum IPO, in der wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 17,06 Mio. € ermittelt hatten, ist dies eine Reduktion des Bewertungsergebnisses. Allerdings hatten wir zum damaligen Zeitpunkt eine vollständige Platzierung der geplanten Kapitalerhöhung und damit mit einem Bruttoemissionsvolumen in Höhe von 7,99 Mio. € kalkuliert. Der im Rahmen dieser Studie errechnete Unternehmenswert enthält den tatsächlich erzielten Emissionserlös in Höhe von 1,74 Mio. €.

## DCF-Modell

### ISA gAG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

#### final - Phase

ewiges Umsatzwachstum	1,0%
ewige EBITA - Marge	4,4%
effektive Steuerquote im Endwert	0,0%

#### zweistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate									final End- wert
	in Mio. EUR	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 29e	
Umsatz (US)		6,42	6,69	6,85	6,99	7,10	8,81	9,65	10,10	
US Veränderung		6,2%	4,2%	2,4%	2,1%	1,5%	24,1%	9,6%	4,7%	1,0%
US zu OAV		2,08	2,13	0,88	0,48	0,37	0,46	0,51	0,55	
EBITDA		0,54	0,55	0,59	0,60	0,62	0,77	0,85	0,90	
EBITDA-Marge		8,4%	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	
EBITA		0,24	0,25	0,28	0,29	0,30	0,29	0,39	0,45	
EBITA-Marge		3,8%	3,8%	4,1%	4,2%	4,3%	3,3%	4,0%	4,4%	4,4%
Steuern auf EBITA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
zu EBITA		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBI (NOPLAT)		0,24	0,25	0,28	0,29	0,30	0,29	0,39	0,45	
Kapitalrendite		8,4%	8,9%	9,6%	3,9%	2,1%	1,5%	2,1%	2,4%	2,5%
Working Capital (WC)		-0,22	-0,23	-0,24	-0,24	-0,24	-0,30	-0,33	-0,35	
WC zu Umsatz		-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	
Investitionen in WC		0,06	0,01	0,01	0,00	0,00	0,06	0,03	0,02	
Operatives Anlagevermögen(OAV)		3,09	3,14	7,76	14,66	19,28	19,21	18,78	18,37	
AFA auf OAV		-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,31	-0,48	-0,46	-0,45	
AFA zu OAV		9,6%	9,6%	3,9%	2,1%	1,6%	2,5%	2,5%	2,4%	
Investitionen in OAV		-0,33	-0,35	-4,92	-7,21	-4,93	-0,41	-0,04	-0,04	
Investiertes Kapital		2,87	2,91	7,52	14,42	19,04	18,91	18,45	18,02	
EBITDA		0,54	0,55	0,59	0,60	0,62	0,77	0,85	0,90	
Steuern auf EBITA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt		-0,27	-0,34	-4,92	-7,21	-4,93	-0,35	-0,01	-0,02	
Investitionen in OAV		-0,33	-0,35	-4,92	-7,21	-4,93	-0,41	-0,04	-0,04	
Investitionen in WC		0,06	0,01	0,01	0,00	0,00	0,06	0,03	0,02	
Investitionen in Goodwill		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows		0,27	0,22	-4,33	-6,61	-4,31	0,42	0,84	0,88	19,95

Wert operatives Geschäft	4,77	4,67
Barwert expliziter FCFs	-12,15	-12,66
Barwert des Continuing Value	16,93	17,33
Nettoschulden (Net debt)	-5,48	-5,70
Wert des Eigenkapitals	10,26	10,37
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,26	10,37
Ausstehende Aktien in Mio.	0,47	0,47
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>22,06</b>	22,31

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,49
Eigenkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	1,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	0,0%
WACC	<b>2,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%
2,3%	23,17	19,99	17,27	14,92	12,87
2,4%	26,02	22,59	19,67	17,14	14,94
2,5%	28,86	25,19	<b>22,06</b>	19,36	17,00
2,6%	31,70	27,80	24,46	21,58	19,07
2,7%	34,55	30,40	26,86	23,80	21,13

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (1,4,5a,6a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.



(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)