

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 21,15 €
(bisher: 22,06 €)

aktueller Kurs: 8,95
16.05.22 / MUC / 09:16 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2AA1Q5
WKN: A2AA1Q
Börsenkürzel: 9JK
Aktienanzahl³: 0,47 Mio.
Marketcap³: 4,16
EnterpriseValue³: 1,98

Transparenzlevel:

m:access
Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.08.

Unternehmensprofil

Branche: Bildung

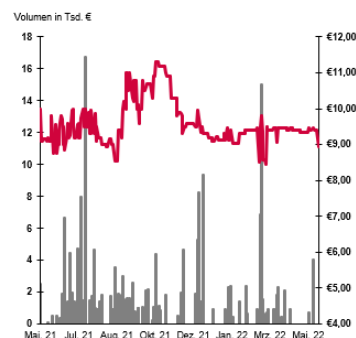
Fokus: Betrieb einer internationalen Schule

Mitarbeiter: 86 Stand: 31.08.2021

Gründung: 2005

Firmensitz: Augsburg

Vorstand: Marcus Wagner; Cathie Mullen (bis 31.08.2022)
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 //A³ 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 €	19/20	20/21	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e
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	19/20	20/21	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e
EV/Umsatz	0,32	0,33	0,31	0,30	0,29	0,28	0,28	0,22	0,20	0,20
EV/EBITDA	8,78	212,81	3,67	3,56	3,38	3,28	3,21	2,56	2,32	2,20
EV/EBIT	-13,53	-5,34	8,15	7,76	7,05	6,75	6,54	6,71	5,08	4,40
KGV	-25,69	-10,90	17,55	16,67	27,85	30,18	27,84	28,98	17,32	13,74

Finanztermine

14.07.2022: m:access-Konferenz

15./16.11.2022: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

25.02.2022: RS / 22,06 / KAUFEN

22.01.2021: RS / 17,06 Mio. € (Post-Money)/KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 16.05.2022 (12:59 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 17.05.2022 (9:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.08.2023

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“

1.HJ 2021/2022: Deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerung; Prognosen bestätigt; Kursziel aufgrund WACC-Anhebung leicht reduziert

in Mio. €	1.HJ 20/21	1.HJ 21/22
Rohergebnis	3,13	3,38
EBITDA	0,19	0,51
Periodenergebnis	-0,01	0,34

Quelle: ISA gAG, GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2021/2022

Im Rahmen der Halbjahresberichterstattung berichtet die International School Augsburg – ISA – gemeinnützige AG (kurz: ISA gAG) über die Entwicklung des Rohergebnisses, welches sich aus Umsatzerlösen, sonstigen Erträgen sowie Materialaufwand zusammensetzt. Da sowohl der Materialaufwand als auch die sonstigen Erträge von den absoluten Werten her betrachtet, nur eine untergeordnete Rolle spielen, entspricht der Rohertrag weitestgehend den Umsatzerlösen. Diese setzen sich wiederum vornehmlich aus den Schulgeldeinnahmen und Subventionen zusammen und geben damit unmittelbar Rückmeldung zum Umfang des Schulbetriebes.

In den ersten sechs Monaten des laufenden Schuljahres 2021/2022 erhöhte sich der Rohertrag um 7,9 % auf 3,38 Mio. € (VJ: 3,13 Mio. €). Dies ist in erster Linie auf gestiegene Schulgeldeinnahmen zurückzuführen. Zum Stichtag 28.02.2022 waren insgesamt 340 Schüler eingeschrieben und damit konnte der leichte pandemiebedingte Rückgang bei den Schülerzahlen des Schuljahres 2020/2021 ausgeglichen werden. Zum Beginn des Schuljahres 2020/2021 waren insgesamt 327 Schüler eingeschrieben.

Ohnehin lässt sich festhalten, dass die ISA gAG vergleichsweise resilient gegenüber den Auswirkungen der Corona-Pandemie war. Zwar haben die Reisebeschränkungen den Zuzug internationaler Familien negativ beeinflusst, da aber der Schüleranteil mit lokalem Bezug vergleichsweise hoch ist, kam es während der Corona-Pandemie nur zu einem geringen Rückgang der eingeschriebenen Schüler. Hervorzuheben ist zudem die Tatsache, dass auch während der Pandemie ein unterbrechungsfreier Unterricht (online, hybrid, Präsenz) gewährleistet wurde. Dies ist vor allem der für internationale Schulen typischen guten Ausstattung und dem für Schüler günstigen Schüler-/Lehrerverhältnis zu verdanken.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021/2022

Die Kostenentwicklung der ISA gAG wird in der Regel vom Personalaufwand, also insbesondere von den Aufwendungen für den Lehrkörper dominiert. Aufgrund einer insgesamt unter den Erwartungen liegenden operativen Kostenentwicklung kletterte das EBITDA auf 0,51 Mio. € (VJ: 0,19 Mio. €) signifikant an. An dieser Stelle müssen jedoch die Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem im Geschäftsjahr 2020/2021 erfolgten IPO berücksichtigt werden. Im ersten Halbjahr 2020/2021 waren Sonderaufwendungen in Höhe von 0,27 Mio. € angefallen, so dass das EBITDA des ersten Halbjahres 2020/2021 bereinigt 0,46 Mio. € betragen hätte.

Abzüglich der Abschreibungen sowie den Finanzaufwendungen weist die ISA gAG ein Periodenergebnis in Höhe von 0,34 Mio. € (VJ: -0,01 Mio. €) aus. Auch hier hätte der bereinigte Vorjahreswert mit 0,26 Mio. € deutlich höher gelegen. Da die ISA gAG aufgrund des gemeinnützigen Status ausschließlich und unmittelbar gemeinnützige Zwecke verfolgt müssen alle erzielten Überschüsse zur Erfüllung der Gemeinnützigkeit verwendet werden.

Dies hat zur Folge, dass die ISA gAG von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit ist.

Prognosen und Modellannahmen

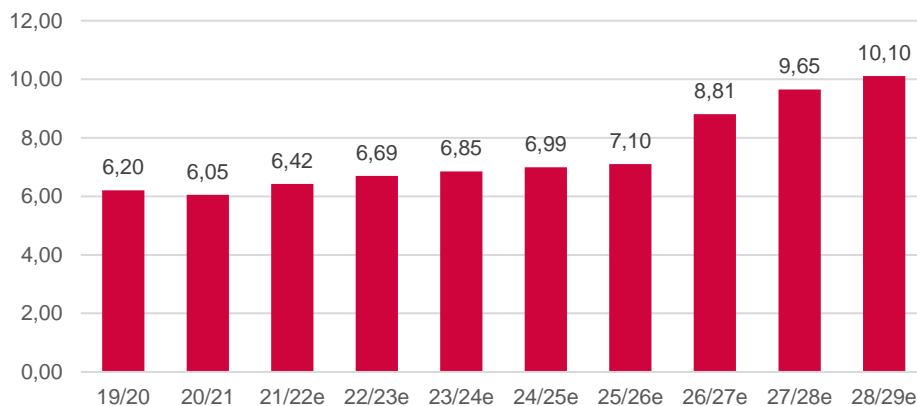
in Mio. €	GJ 20/21	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e
Umsatzerlöse	6,05	6,42	6,69	6,85	6,99	7,10	8,81	9,65	10,10
EBITDA	0,01	0,54	0,55	0,59	0,60	0,62	0,77	0,85	0,90
JÜ	-0,38	0,24	0,25	0,15	0,14	0,15	0,14	0,24	0,30

Quelle: ISA gAG; GBC AG

Ausgehend von der bereits sehr erfolgreichen Entwicklung in den ersten sechs Monaten des Schuljahres 2021/2022 rechnet der ISA-Vorstand für das laufende Schul- und Geschäftsjahr mit einem moderaten Anstieg des Umsatzes als auch des Betriebsergebnisses. Optisch wird zwar bereits ein deutlicher Ergebnisanstieg sichtbar, dies ist jedoch den außerordentlichen IPO-Aufwendungen, die das Vorjahres-Ergebnis negativ beeinflusst hatten, geschuldet. Bereinigt um IPO-Aufwendungen hätte die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2021/2022 einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,11 Mio. € erwirtschaftet. Diesen Wert nehmen wir als Ausgangsbasis für die von der Gesellschaft ausformulierte Unternehmens-Guidance.

Ein weiterer Aspekt der künftigen Entwicklung der ISA gAG ist der geplante Bau eines neuen Schulcampus. In den vergangenen Jahren ist die ISA gAG räumlich an ihre Kapazitätsgrenzen gekommen. 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 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. Der von der Gesellschaft aufzubringende Anteil der Finanzierung würde sich aus einem Mix aus Eigenkapital, Fremdkapital sowie einer möglichen Wandelanleihe zusammensetzen. Der Beschluss zur möglichen Ausgabe einer Wandelanleihe wurde auf der letzten Hauptversammlung verabschiedet.

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

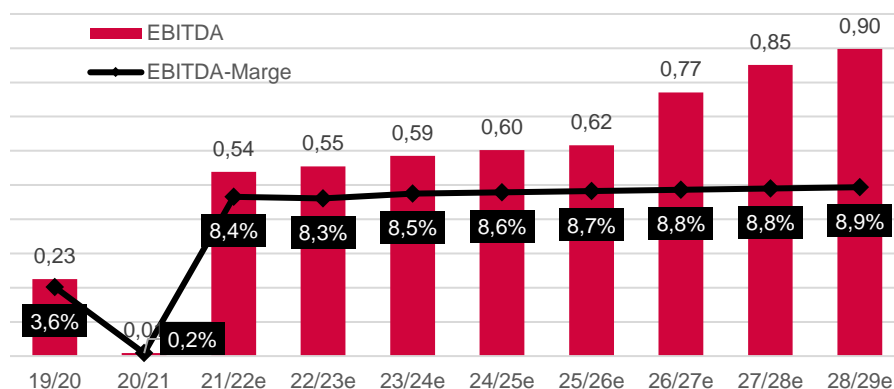
In der ersten Ausbaustufe könnten auf dem neuen Schulcampus bis zu 500 Schüler unterrichtet werden. In den vergangenen Schuljahren lag die Anzahl der Schüler zum jeweiligen Schuljahresbeginn durchschnittlich bei 337 (2016/17 – 2020/21), womit die

Kapazitätsgrenze bereits erreicht war. Ab dem Schuljahr 2026/27, dem ersten Schuljahr am neuen Campus, sollte die Anzahl der Schüler bei erfolgtem Neubau sukzessive ansteigen. Dies findet sich in der erwarteten Steigerung der Umsatzerlöse wieder. Die Umsatzprognosen haben wir gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 25.02.2022) unverändert belassen.

Analog zu unseren unveränderten Umsatzschätzungen behalten wir auch unsere Ergebnisprognosen bei. 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. Die Tatsache, dass bereits nach sechs Monaten ein EBITDA in Höhe von 0,51 Mio. € und damit nahezu auf dem Niveau des von uns prognostizierten Ganzjahres-EBITDA in Höhe von 0,54 Mio. € erwirtschaftet wurde, liegt hier insbesondere an der Abgrenzung der Einschreibgebühren und der School Investment Fees begründet. Diese werden jeweils zu Jahresbeginn verbucht und führen entsprechend zu einem höheren Ergebnisausweis im ersten Halbjahr.

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 geplanten 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 u.E. 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.

Bewertung

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 4,58 %. 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 gesellschafts-spezifische 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. **Aufgrund der aktuell steigenden Zinsen heben wir den risikolosen Zinssatz auf 0,40 % (bisher: 0,25 %) an.**

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 3,11 % (bisher: 2,96 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 2,48 % (bisher: 2,37 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Wert hat ein neues Kurszielhorizont. Im Rahmen dieses so genannten Roll-Over-Effektes haben wir das Kursziel auf Basis des Geschäftsjahresende 2022/2023e (bisher: 2021/2022e) ermittelt, was in der Regel einen kurszielerhöhenden Effekt hat. Im Gegensatz hierzu hatte der aus der Anhebung des risikolosen Zinssatzes resultierende Anstieg des Diskontierungssatzes (WACC) einen kurszielmindernden Effekt. Dieser überwiegt, weswegen wir eine Anpassung des Kursziels auf 21,15 € (bisher: 22,06 €) vornehmen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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	4,6%
effektive Steuerquote im Endwert	0,0%

zweistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate									final Endwert
	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%		4,6%
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%		2,6%
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		19,43

Wert operatives Geschäft	4,13
Barwert expliziter FCFs	-12,64
Barwert des Continuing Value	16,77
Nettoschulden (Net debt)	-5,70
Wert des Eigenkapitals	9,84
Fremde Gewinnanteile	0,00
Wert des Aktienkapitals	9,84
Ausstehende Aktien in Mio.	0,47
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,15

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
2,4%	21,99	19,11	16,62	14,45	12,54
2,5%	24,64	21,55	18,89	16,56	14,51
2,6%	27,29	24,00	21,15	18,67	16,48
2,7%	29,94	26,44	23,42	20,78	18,45
2,8%	32,59	28,89	25,68	22,89	20,43

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), Stellv. Chefanalyst

Marcel Schaffer; B.A.; 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