



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



KLIMANEUTRALES
UNTERNEHMEN
Ausgezeichnet durch PRAG

- Es liegen neue Planungen für neuen Schulstandort vor -
- Bestehender Standort vollständig im Besitz der ISA -

Kursziel: 19,50 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 26

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“

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 19,50 €
(bisher: 21,15 €)

aktueller Kurs: 9,20
30.06.23 / MUC / 08:32 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:
ISIN: DE000A2AA1Q5
WKN: A2AA1Q
Börsenkürzel: 9JK
Aktienanzahl³: 0,47 Mio.
Marketcap³: 4,28
EnterpriseValue³: 1,97

Transparenzlevel:
m:access
Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.08.

Unternehmensprofil

Branche: Bildung

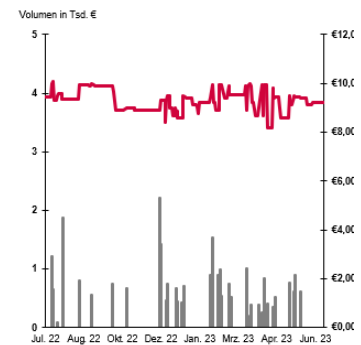
Fokus: Betrieb einer internationalen Schule

Mitarbeiter: 88 Stand: 31.08.2022

Gründung: 2005

Firmensitz: Augsburg

Vorstand: Marcus Wagner; Jessamine Koenig



Die in Gersthofen bei Augsburg gelegene International School Augsburg (ISA) 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. €	20/21	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e
Umsatz	6,05	6,46	6,91	7,27	7,39	7,51	7,64	9,28	10,20	11,38
EBITDA	0,01	0,51	0,61	0,68	0,72	0,76	0,81	1,07	1,23	1,26
EBIT	-0,37	0,13	0,19	0,16	0,25	0,34	0,42	0,40	0,61	0,66
JÜ	-0,38	0,16	0,18	0,16	0,08	0,10	0,08	0,04	0,25	0,31

Kennzahlen in €

Gewinn je Aktie	-0,82	0,34	0,40	0,34	0,18	0,21	0,17	0,09	0,54	0,68
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	0,31	0,29	0,27	0,27	0,26	0,26	0,21	0,19	0,17
EV/EBITDA	199,49	3,87	3,23	2,89	2,73	2,58	2,45	1,84	1,60	1,57
EV/EBIT	-5,35	14,84	10,45	12,12	7,81	5,82	4,68	4,89	3,26	2,97
KGv	-11,23	26,89	23,20	26,93	50,90	44,78	54,42	103,48	17,14	13,60

Finanztermine

06.07.2023: m:access Consumer/Leisure

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

07.07.2022: RS / 21,15 / KAUFEN

17.05.2022: RS / 21,15 / KAUFEN

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 27

EXECUTIVE SUMMARY

- An der im Jahr 2005 gegründeten International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG (kurz: ISA) sind per 01.02.2023 insgesamt 347 Schüler, verteilt auf vierzehn Jahrgänge, eingeschrieben. Als internationale Schule ist die ISA ein Teil eines weltweiten, etwa 3.300 Schulen umfassenden Netzwerkes, welches einen grenzübergreifenden barrierefreien Schulwechsel möglich macht. Mit dem Abschluss der Jahrgangsstufe 10 erhalten die Schüler die in Deutschland anerkannte mittlere Reife und mit dem Abschluss der Jahrgangsstufe 12 das weltweit anerkannte IB-Diploma. Dieses internationale Abitur wird in Deutschland als allgemeine Hochschulzugangsbefähigung zu Fachhochschulen und Universitäten anerkannt.
- Als internationale Schule richtet sich die ISA 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 Akquisition und Bindung von Arbeitskräften und letztlich bei der Förderung des Wirtschaftsstandortes in Deutschland. Neben der Ausbildung internationaler Fachkräfte werden internationale Schulen aber auch als Alternative zum staatlichen Schulsystem wahrgenommen und profitieren dabei von einer zunehmenden Beliebtheit der Privatschulen.
- Das Ertragsbild der ISA setzt sich aus Schulgeldeinnahmen sowie aus staatlichen Zuschüssen zusammen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021/22 wurde mit Umsatzerlösen in Höhe von 6,46 Mio. € (VJ: 6,05 Mio. €) der höchste Umsatz seit der Schulgründung erwirtschaftet. Grundlage dafür ist der sichtbare Anstieg der Schülerzahlen auf 339 (VJ: 327) sowie eine geringfügige Erhöhung der Schulgelder. Auch beim Jahresüberschuss wurde mit 0,16 Mio. € (VJ: -0,38 Mio. €) ein neuer Bestwert erreicht. Bei der Ergebnisbetrachtung gilt es dabei zu beachten, dass die ISA gemäß dem Status einer gemeinnützigen AG ihre Gewinne reinvestieren muss, was, im Falle einer nachhaltigen Gewinnerwirtschaftung zu einer Steigerung des „inneren“ Unternehmenswertes führt.
- Gemäß Unternehmensmeldung vom 26.05.2023 hat die ISA einen Kaufvertrag über das Ziegeleigrundstück abgeschlossen, auf dem sich das Schulhauptgebäude der ISA befindet. Für den Erwerb fällt ein Kaufpreis von 2,75 Mio. € an, der aus eigenen Mitteln finanziert werden soll. Die Logik hinter dieser Transaktion ist nachvollziehbar. Bisher hatte die ISA dieses Kerngebäude von der Stadtsparkasse Augsburg zu einer Miete in Höhe von 0,26 Mio. € p.a. angemietet. Bezogen auf den Kaufpreis von 2,75 Mio. € liegt die Mietrendite mit 9,5 % auf einem sehr attraktiven Niveau. Mit dem geplanten Einzug an den neuen Standort soll der aktuelle Standort veräußert werden. Da der aktuelle Standort sich nun vollständig im Besitz der Gesellschaft befindet, dürfte dieser deutlich besser vermarktet werden. Angesichts des attraktiven Kaufpreises, welcher durch die hohe Mietrendite und einem externen Gutachten (Gebäudewert: 3,3 – 3,8 Mio. €) belegt wird, ist mit Veräußerungsgewinnen zu rechnen. Schließlich reduziert der Erwerb des Hauptgebäudes das Mietverlängerungsrisiko für die Gesellschaft. Denn der bestehende Mietvertrag wäre im Jahr 2026 ausgelaufen und eine Nachvermietung wäre unter Umständen mit höheren Aufwendungen verbunden. Insofern hat die ISA sich dadurch unabhängig vom externen Vermieter gemacht.
- Seit dem Schuljahr 2016/17 bewegt sich die Anzahl der an der ISA eingeschriebenen Schüler in einem engen Korridor zwischen 327 und 345. Die nur geringe Schwankungsbreite ist auf eine hohe Nachfrage zurückzuführen, der jedoch eine weitestge-

hende Ausreizung der Kapazitäten gegenübersteht. Um künftiges Schülerwachstum realisieren zu können, plant die ISA seit mehreren Jahren den Umzug an einen neuen Standort. Am 16.02.2023 hat die ISA dabei bekannt gegeben, dass die bisherigen Pläne eines Neubaus in Gersthofen aufgegeben werden und stattdessen nun ein Umzug auf einen neuen Schulcampus geplant ist, auf dem sich derzeit das Paul-Klee-Gymnasium in Gersthofen (bei Augsburg) befindet. Sofern aktuell laufende Gutachten zu Altlasten und zur Sanierungsfähigkeit des Gebäudes vorliegen, plant die ISA das Gebäude zu sanieren und mit Beginn des Schuljahres 2027/2028 zu beziehen. Ein abschließender Kostenplan ist zwar noch nicht verabschiedet, das Management der ISA geht derzeit aber davon aus, dass das für das alte Projekt veranschlagte Finanzierungsvolumen in Höhe von rund 32 Mio. € bis 35 Mio. € eine realistische Annahme ist.

- Mit dem geplanten Einzug an den neuen Standort dürfte die ISA bei den Schülerzahlen ab dem Schuljahr 2027/28 einen sprunghaften Anstieg verzeichnen. Bis dahin dürfte sich die Anzahl der eingeschriebenen Schüler seitwärts entwickeln. Dennoch rechnen wir, da angesichts der aktuellen Inflationsentwicklung eine Schulgelderhöhung genehmigt wurde, für die kommenden Schuljahre mit steigenden Umsätzen. Neben Schulgelderhöhungen wird die ISA auch von einer Anhebung der staatlichen Förderung (Zuschüsse für Personal, Schüler, Digitalisierung, Energie etc.) profitieren. Bis zum Geschäftsjahr 2026/27 sollten die Umsätze insgesamt bis auf 7,64 Mio. € (GJ 2021/22: 6,46 Mio. €) und dann mit dem Einzug an den neuen Standort ab dem Geschäftsjahr 2027/28 sprunghaft auf über 9 Mio. € ansteigen. Da wir beim Personalaufwand, welcher hauptsächlich von Aufwendungen für den Lehrkörper dominiert ist, von Lohnerhöhungen ausgehen, sollten sich die erwarteten Umsatzsteigerungen der kommenden Geschäftsjahre eigentlich nur unterproportional im Ergebnis wiederfinden. Allerdings werden sich mit dem Erwerb des aktuell von der ISA genutzten Schulgebäudes Mietaufwendungen in Höhe von jährlich 0,26 Mio. € einsparen, so dass das operative Ergebnis tendenziell zulegen sollte.
- Dennoch gehen wir von einer nur seitwärtsgerichteten Entwicklung des Jahresüberschusses aus, was im Einklang mit den Vorgaben der Gemeinnützigkeit steht. Denn einem höheren EBITDA werden in den kommenden Geschäftsjahren höhere Abschreibungen gegenüberstehen. Darüber hinaus wird die ISA, gemäß den eigenen Planungen, ab dem Geschäftsjahr 2025/26 mit den ersten Arbeiten am neuen Standort beginnen, was mit entsprechenden Aufwendungen einhergehen sollte. Daher rechnen wir, bis zum Einzug an den neuen Standort, sogar mit einem leicht rückläufigen Jahresüberschuss, welcher dann ab dem Einzug wieder deutlich ansteigen sollte.
- Der im Rahmen des Bewertungsmodells ermittelte faire Wert der ISA beläuft sich auf 9,07 Mio. € bzw. 19,50 € je Aktie (bisher: 21,15 €). Die Kurszielreduktion ist in erster Linie eine Folge der angehobenen gewichteten Kapitalkosten (WACC) auf 3,60 % (bisher: 2,48 %), die den höheren risikolosen Zinssatz reflektieren, zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
ESG-Analyse	5
ESG/Nachhaltigkeits-Check.....	5
SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN- Nachhaltigkeitszielen (Auszug).....	6
Unternehmen	8
Internationale Schulen	8
gAG – gemeinnützige Aktiengesellschaft.....	8
Die International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG	9
Projekt neuer Schulcampus	9
Gebäudeerwerb am bestehenden Standort	11
Markt und Marktumfeld	12
ISA und der Wirtschaftsstandort Augsburg	12
Steigende Beliebtheit der Privatschulen	12
Operative Unternehmensentwicklung	15
Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2021/22	15
Umsatzentwicklung GJ 2021/22.....	15
Ergebnisentwicklung GJ 2021/22.....	16
Entwicklung des Cashflows GJ 2021/22	17
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022/23.....	18
Vermögenslage zum 28.02.2023	19
Bilanzkennzahlen zum 28.02.2023.....	19
Prognose und Modellannahmen	20
Umsatzprognosen Schuljahre 2022/23 – 2029/30	20
Ergebnisprognosen Schuljahre 2022/23 – 2029/30	21
Bewertung	23
Bewertung als gAG	23
Modellannahmen	23
Bestimmung der Kapitalkosten	23
Bewertungsergebnis	24
DCF-Modell.....	25
Anhang	26

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 einem Nachhaltigkeits-check 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
- ❖ Ab August 2023 wird ein Photovoltaik-System mit innovativem Speicher genutzt werden.
- ❖ Mit einer Zertifizierung der CO₂-Neutralität nimmt die ISA einen Sonderstatus in der Schullandschaft ein
- ❖ 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 und hat eine GWÖ-Bilanz erstellt

Die ISA 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-/Ganztagesschulkonzept erfüllt die ISA 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 zudem das Bewusstsein im Hinblick auf den Klimaschutz und auf das Handeln der Schüler und Lehrer im Sinne der Umwelt. Demnach leistet die ISA neben der Vermittlung hochwertiger Bildung auch noch einen immanenten Beitrag zu anderen Nachhaltigkeitszielen der UN.

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

Die ISA 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 Innovationserfolg** 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. Seit November 2022 ist die ISA mit einer Reduktion der Emissionen von 947,51 Tonnen CO₂-Äquivalent als CO₂-neutrales Unternehmen zertifiziert.

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 Hochschulzugangsqualifikation zu Fachhochschulen und Universitäten anerkannt.

gAG – gemeinnützige Aktiengesellschaft

Die International School Augsburg -ISA- gemeinnützige AG (kurz: ISA) 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.

Gemeinnützige Kapitalgesellschaften können selbstlos tätig sein und eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgen, die Gesellschafter (Aktionäre) dürften jedoch keine Gewinnanteile oder sonstige Zuwendungen aus den Körperschaftsmitteln erhalten. gAG's müssen die erwirtschafteten Gewinne reinvestieren, was zu einer Steigerung des „inneren“ Unternehmenswertes führt. Dividendenausschüttungen, außer diese gehen an eine weitere gemeinnützige Körperschaft, finden daher nicht statt. Darüber hinaus erhalten die Gesellschafter bei der Auflösung/Liquidation 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 insgesamt vierzehn Jahrgänge, in denen per 01.02.2023 insgesamt 347 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 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 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 5,03 liegt eine sehr intensive Schülerbetreuung vor. In den staatlichen Schulen in Bayern liegt dieses Verhältnis bei den allgemein bildenden Schulen mit 13,8 deutlich höher (Quelle: Bayerns Schulen in Zahlen 2021/2022). Zudem haben internationale Schulen, wie die ISA, im Gegensatz zu den staatlichen Schulen, in aller Regel eine hervorragende Ausstattung. Alle Klassenzimmer der ISA 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 wurde in dieser Phase der Unterricht vollständig fortgesetzt und nach Beendigung des Lock Downs in hybrider Form fortgesetzt.

Projekt neuer Schulcampus

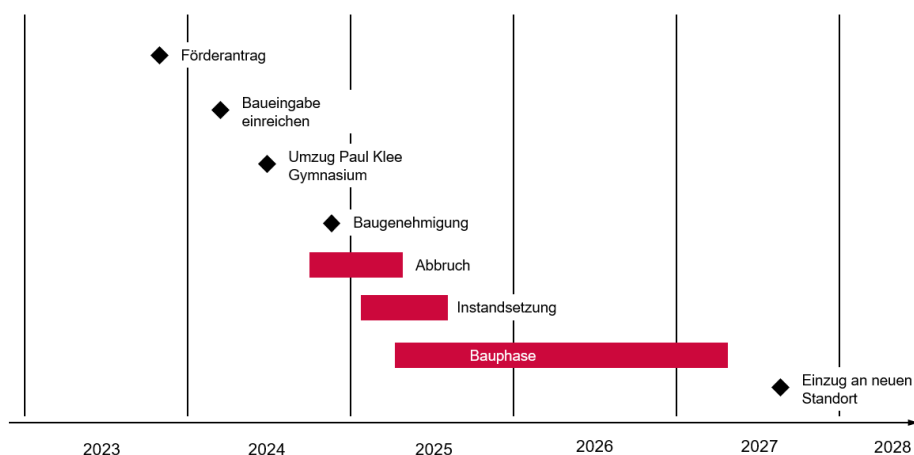
Gemäß DGAP-Meldung vom 16.02.2023 hat die ISA neue Informationen zum geplanten neuen Schulcampus publiziert. Ein neuer Schulcampus befindet sich angesichts der seit mehreren Schuljahren ausgereizten Kapazitäten und des beim aktuellen Standort möglichen Sanierungsbedarfes seit mehreren Jahren in Planung. Als möglicher Standort war bislang ein Grundstück in unmittelbarer Nähe zum Bahnhof in Gersthofen (ca. 3 km vom aktuellen Standort entfernt) in Planung, wofür bereits Verhandlungen stattgefunden hatten. Gemäß der Unternehmensmeldung werden die Verhandlungen für diesen Standort aufgegeben.

Der Standort für den neuen Schulcampus ist ein ca. 18.000 qm großes Grundstück in Gersthofen, auf dem sich derzeit das Paul-Klee-Gymnasium befindet. Diesbezüglich hatte die Stadt Gersthofen den Rahmenbedingungen eines Erbbaurechtsvertrages zugestimmt, welcher vorsieht, dass die ISA für die Dauer von 60 Jahren einen Erbbauzins von ca. 130.000 € p.a. entrichten muss. Das Paul-Klee-Gymnasium wird planmäßig im Sommer 2024 an einen neuen Standort umziehen und damit wird dieser Standort ab 2024 der ISA zur Verfügung stehen.

In der Zwischenzeit holt sich die ISA unterschiedliche Gutachten zu eventuellen Altlasten und zur Sanierungsfähigkeit des Schulgebäudes ein. Sollten diese Gutachten positiv ausfallen, plant die ISA, den derzeitigen Standort zu sanieren, wofür, ab Anfang 2025, eine Bauzeit von 24 Monaten zu veranschlagen ist. Ab 2027 wäre der Einzug möglich und damit könnte das Schuljahr 2027/28 das erste Schuljahr am neuen Standort sein.

In unserer bisherigen Planung hatten wir einen Einzug am neuen Schulcampus ab dem Geschäftsjahr 2025/26 unterstellt. Allerdings enthielt die bisherige Planung einen vollständigen Neubau des Schulcampus, was angesichts der aktuellen Lage in der Baubranche mit gestiegenen Risiken einhergegangen wäre. Sowohl eine Verzögerung von Baumaßnahmen als auch Kostensteigerungen wären bei dem aktuellen Umfeld möglich gewesen.

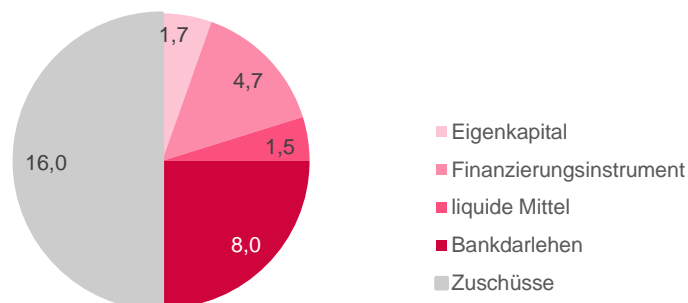
Zeitplan neuer Schulcampus



Quelle: ISA gAG, GBC AG

Ein abschließender Kostenplan ist zwar noch nicht verabschiedet, das Management der ISA geht derzeit aber davon aus, dass das für das alte Projekt veranschlagte Finanzierungsvolumen in Höhe von rund 32 Mio. € - 35 Mio. € eine realistische Annahme ist. Grundsätzlich ist dabei die Sanierung eines bestehenden Gebäudes kostengünstiger als eine Neuerrichtung, so dass in dieser Annahme sogar ein Risikopuffer enthalten ist. Vom Finanzierungsmix her dürfte es gegenüber den bisherigen Planungen keine großen Änderungen geben. Nach wie vor sollen rund 50 %, also rund 16 Mio. €, über nicht rückzahlbare staatliche Investitionszuschüsse abgedeckt werden. Die restlichen 16 Mio. € würden, unseren Annahmen zur Folge, zu 50 % (8 Mio. €) über Bankkredite und zu 50 % über zur Verfügung stehende liquide Mittel finanziert werden. In den liquiden Mitteln ist zudem ein Zufluss aus der Wandelanleihe-Emission sowie aus weiteren möglichen Finanzierungsinstrumenten enthalten.

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



Quelle: GBC AG

Gebäudeerwerb am bestehenden Standort

Gemäß Unternehmensmeldung vom 26.05.2023 hat die ISA einen Kaufvertrag über das Ziegeleigrundstück abgeschlossen. Auf dem Ziegeleigrundstück befindet sich das Schulhauptgebäude der ISA, welches als Vorschul- und Unterrichtsgebäude genutzt wird und Klassenzimmer inklusive Bibliothek und Laborräume beherbergt. Für den Erwerb fällt ein Kaufpreis von 2,75 Mio. € an, der aus eigenen Mitteln finanziert werden soll.

Die Logik hinter dieser Transaktion ist nachvollziehbar. Bislang hatte die ISA dieses Kerngebäude von der Stadtparkasse Augsburg zu einer Miete in Höhe von jährlich 0,26 Mio. € angemietet. Bezogen auf den Kaufpreis von 2,75 Mio. € liegt die Mietrendite mit 9,5 % auf einem sehr attraktiven Niveau. Mit Einzug an den neuen Standort soll der aktuelle Standort veräußert werden. Da der aktuelle Standort sich nun vollständig im Besitz der Gesellschaft befindet, dürfte dieser deutlich besser vermarktet werden. Angesichts des attraktiven Kaufpreises, welcher durch die hohe Mietrendite belegt wird, ist mit Veräußerungsgewinnen zu rechnen. Schließlich reduziert der Erwerb des Hauptgebäudes das Mietverlängerungsrisiko für die Gesellschaft. Denn der bestehende Mietvertrag wäre im Jahr 2026 ausgelaufen und eine Nachvermietung wäre unter Umständen mit höheren Aufwendungen verbunden. Insofern hat die ISA sich dadurch unabhängig vom externen Vermieter gemacht.

MARKT UND MARKTUMFELD

Als internationale Schule richtet sich die ISA 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 mit dem regionalen Schwerpunkt in der Region Augsburg und dem bis in den Münchner Westen reichenden Einzugsgebiet in einer wachstumsstarken Region. Die so genannte A³-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 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 sollte zumindest den Münchner Westen abdecken. Darüber hinaus ist Augsburg der Wohnort vieler München-Pendler, so dass die ISA auch von der Attraktivität des Standortes München profitieren dürfte.

In einer vom bre (Büro für Räumliche Entwicklung) für die ISA durchgeführte Potenzialanalyse wird bis 2035 ein Schülerpotenzial von über 620 Schüler ermittelt. Einerseits dürfte die ISA von einem anwachsenden Schülerpotenzial der einheimischen Kinder profitieren. Darüber hinaus leistet die ISA einen wichtigen Beitrag für die Internationalisierung der Wirtschaft in ihrem Einzugsgebiet. So ist zwischen 2015 und 2020 die Zahl der ausländischen Beschäftigten (G20-Länder) in Augsburg um 64 % angestiegen. Vor diesem Hintergrund ist auch das Ergebnis einer Befragung, erhoben durch CIMA IfR, in der fast 70 % der befragten Unternehmen das Vorhandensein einer internationalen Schule für relativ wichtig bis sehr wichtig einstufen, zu verstehen.

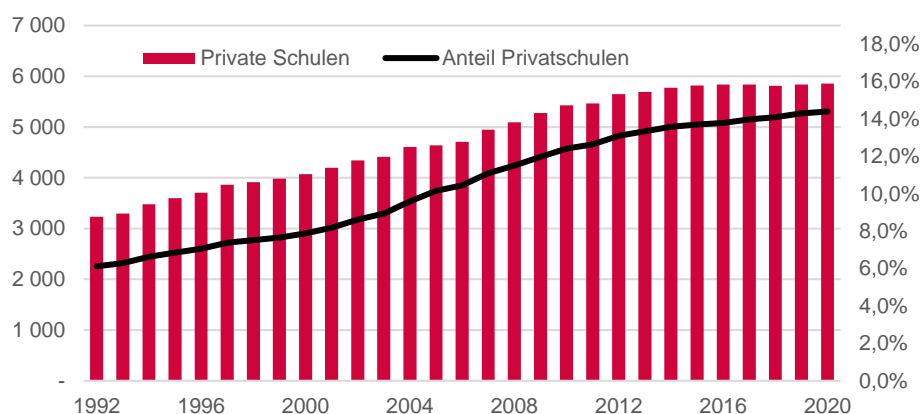
Steigende Beliebtheit der Privatschulen

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 Bundes-

amtes 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 Strukturmängel 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 Daten von ibo.org bieten deutschlandweit 76 Schulen ein IB-Programm an, wovon es sich in 39 Fällen um private internationale Schulen handelt. 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.

Das Interesse an Privatschulen hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Es wird davon ausgegangen, dass damit vor allem eine Kompensation für Lücken in staatlichen Angeboten oder ein Ausgleich für subjektiv empfundene Strukturmängel an den öffentlichen Schulen geschaffen wird (Quelle: Statistisches Bundesamt, Bildung und Kultur).

Der subjektiv empfundene Strukturmangel wurde Anfang des Jahrtausends im Rahmen der ersten PISA-Studie, in der Deutschland bei den drei untersuchten Themenfeldern im weltweiten Vergleich jeweils unterdurchschnittlich abgeschnitten hatte, objektiv belegt. Zwar wurden bei den nachfolgenden PISA-Studien bessere Ergebnisse erreicht, im Rahmen des IQB-Bildungstrends (Monitoring der KMK) wird jedoch eine tendenzielle Verschlechterung ermittelt. Der IQB-Bildungstrend 2021, an dem fast 27.000 Schüler der 4. Jahrgangsstufe teilgenommen haben, zeigt einen für Deutschland durchgängig negativen Trend auf. Gegenüber 2016 ist in 2021 der Anteil der Schüler, die den Regelstandard erreichen, im Bereich Lesen (-8 %), in den Bereichen Zuhören und Orthografie (-10 %) und in Mathematik (-7 %), jeweils stark zurückgegangen.

Ein weiterer struktureller Mangel, dem sich staatliche Schulen ausgesetzt sehen, ist der hohe Investitionsrückstand. Einer Sonderauswertung von KfW Research zur Folge, liegt der bundesweite Investitionsrückstand bei 45,6 Mrd. €, was dem 4,7-fachen des kommunalen Jahresinvestitionsvolumens entspricht. Zwischen 2015 und 2022 ist der Anteil der Kommunen, die einen gravierenden Rückstand bei den Schulgebäuden aufweisen, von 10 % auf 17 % deutlich angestiegen. Angesichts der steigenden Kostenbelastungen (Baupreise, Energiepreise) dürfte sich diese Situation weiter verschärfen.

Ein weiterer Aspekt, dem die staatlichen Schulen zunehmend ausgesetzt sein werden, ist der zunehmende Lehrerbedarf, welcher aufgrund der veränderten Geburtenzahlen und der hohen Zuwanderung weiter steigen wird. Gemäß Prognosen des KMK besteht für den Zeitraum 2021 bis 2035 besonders für Schulen des Primarbereiches und des Sekundarbereiches II eine deutliche Unterdeckung des Lehrerbedarfes. Das Thema „Lehrermangel“ wurde zuletzt von der Presse aufgegriffen und es wurde intensiv darüber berichtet.

OPERATIVE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2021/22

in Mio. €	GJ 2016/17	GJ 2017/18	GJ 2018/19	GJ 2019/20	GJ 2020/21	GJ 2021/22
Umsatzerlöse	5,44	5,85	6,11	6,20	6,05	6,46
EBITDA	0,36	0,48	0,43	0,23*	0,01*	0,51
Jahresüberschuss	0,01	0,12	0,11	-0,16*	-0,38*	0,16

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

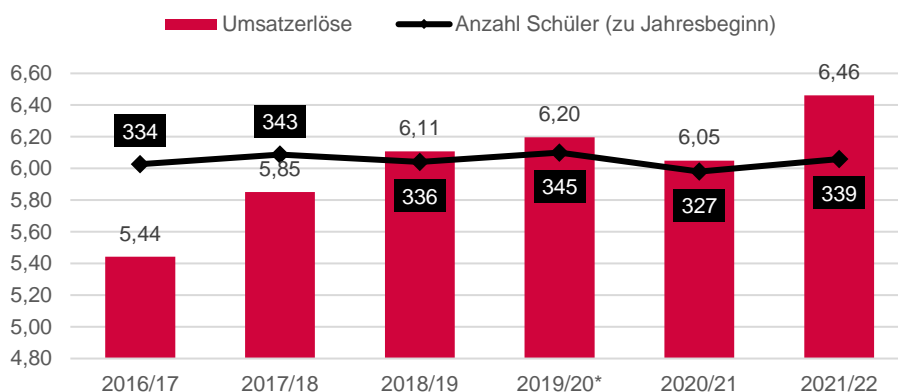
Hinweis: gemäß dem gemeinnützigen Status darf die ISA ausschließlich und unmittelbar gemeinnützige Zwecke und damit keine eigenwirtschaftlichen Zwecke verfolgen. Im Unterschied zu einer klassischen Aktiengesellschaft darf die ISA daher kein auf Gewinn ausgerichtetes Geschäft betreiben, was insbesondere 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 erwirtschaftete Jahresüberschuss naturgemäß auf sehr niedrigem Niveau.

Umsatzentwicklung GJ 2021/22

Im zum 31.08.2022 beendeten Geschäftsjahr 2021/22 hat die ISA mit 6,46 Mio. € (VJ: 6,05 Mio. €) den höchsten Umsatz seit ihrer Gründung erwirtschaftet. Ausschlaggebend für diesen deutlichen Anstieg liefert ein gegenüber dem Vorjahr sichtbarer Anstieg der Schülerzahlen, womit die Basis für einen Anstieg der beiden Erlösströme „Schuldgeld“ und „öffentliche Zuschüsse“ ausgeweitet wurde. Dabei nimmt die ISA für alle angebotenen Jahrgangsstufen Schuldgeld ein und erhält für die als Ersatzschule genehmigten Jahrgangsstufen 1 bis 9 stattliche Zuschüsse.

Zum Beginn des Schuljahres 2021/22 waren insgesamt 339 Schüler (VJ: 327) eingeschrieben. Unterjährig verzeichnete die ISA einen positiven „Schülersaldo“ und damit waren am Schuljahresende 342 Schüler (VJ: 330) eingeschrieben. Parallel zur Steigerung der Schülerzahl hatte eine geringfügige Erhöhung des Schulgeldes ebenfalls zum Umsatzwachstum beigetragen. Mit Blick auf die Auswirkungen der Corona-Pandemie lässt sich bei der Anzahl der eingeschriebenen Schüler eine insgesamt sehr stabile Entwicklung erkennen. Unter anderem ist dies mit einem vergleichsweise hohen Anteil deutscher Schüler zu erklären, welcher bei der ISA bei rund 50 % liegt. Deutsche Schüler waren im Vergleich zu den internationalen Schülern deutlich weniger von den Reisebeschränkungen betroffen.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Schüleranzahl



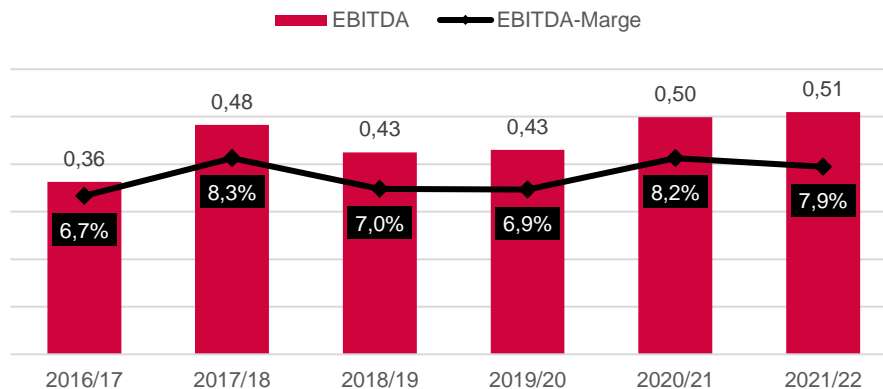
Quelle: ISA gAG, GBC AG

Insgesamt liegen die erwirtschafteten Umsatzerlöse voll im Rahmen unserer Erwartungen. In unserer zuletzt am 07.07.2022 veröffentlichten Researchstudie hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 6,42 Mio. € prognostiziert, welche damit leicht übertroffen wurden.

Ergebnisentwicklung GJ 2021/22

Der Umsatzrekordwert findet sich in der Ergebnisentwicklung wieder, wo mit einem EBITDA in Höhe von 0,51 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €) auch ein neuer historischer Bestwert erreicht wurde. Hier gilt es festzuhalten, dass das Ergebnis des Vorjahres von außerordentlichen Kosten im Zusammenhang mit dem Börsengang belastet war. Bereinigt hätte die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2020/21 dabei ein EBITDA in Höhe von 0,50 Mio. € erreicht. Insgesamt wird aber deutlich, dass die ISA über eine sehr solide Ergebnisentwicklung verfügt, mit einem EBITDA welches sich in den vergangenen Geschäftsjahren in einem engen Korridor zwischen 0,36 Mio. € und 0,51 Mio. € bewegt hat. Selbst in den von der Corona-Pandemie geprägten Schuljahren, liegt kein sichtbarer Ergebnisrückgang vor.

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



Quelle: ISA gAG; GBC AG; *GJ 2020/21 um Kosten des Börsengangs in Höhe von 0,49 Mio. € (GJ 2019/20: 0,21 Mio. €)

Der in der bereinigten Betrachtung nur leichte EBITDA-Anstieg ist insbesondere eine Folge des gestiegenen Personalaufwandes, als größte Kostenposition der ISA. Dabei handelt es sich in erster Linie um die Lehrergehälter sowie um die Löhne für das Verwaltungspersonal. Gegenüber dem Vorjahr legten diese auf 4,73 Mio. € (VJ: 4,48 Mio. €) zu. Dies dürfte einerseits mit dem Anstieg der im Jahresdurchschnitt beschäftigten Belegschaft auf 88 (VJ: 86) zusammenhängen, wovon die Anzahl der Lehrer auf 68 (VJ: 66) zugelegt hat. Parallel dazu stieg der Materialaufwand leicht auf 0,29 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €).

Nachdem in den Geschäftsjahren 2019/20 und 2020/21, aufgrund der genannten Börsengangs-Kosten, jeweils ein Jahresverlust ausgewiesen wurde, ist die ISA im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021/22 in die Gewinnzone zurückgekehrt. Auch beim Jahresüberschuss wurde mit 0,16 Mio. € (VJ: -0,38 Mio. €) dabei eine neue Bestmarke erreicht.

Der Unterschied zwischen EBITDA und Netto-Ergebnis setzt sich bei der ISA typischerweise aus den Abschreibungen und dem Finanzergebnis zusammen, wohingegen Steueraufwendungen, gemäß dem gemeinnützigen Status, keine Rolle spielen. Sowohl die Abschreibungen als auch das Finanzergebnis hängen im Wesentlichen mit dem Schulgebäude zusammen, das sich im Besitz der ISA befindet. Die nach HGB-Standard vorgeschriebenen jährlichen Abschreibungen beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr

unverändert auf 0,38 Mio. € (VJ: 0,38 Mio. €). Zum Erwerbszeitpunkt wurde das Schulgebäude überwiegend über Bankkredite finanziert, welche jedoch zwischenzeitlich nahezu vollständig zurückgeführt worden sind. Per 31.08.2022 beliefen sich die ausstehenden Bankkredite auf 0,47 Mio. € (31.08.2021: 0,60 Mio. €) und die damit zusammenhängenden Zinsaufwendungen liegen mit 0,01 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €) weiterhin auf sehr niedrigem Niveau.

Entwicklung des Cashflows GJ 2021/22

Grundsätzlich weist die ISA aus dem operativen Geschäft heraus einen positiven operativen Cashflow aus. Mit einem operativen Cashflow in Höhe von 0,38 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €) wurde, analog zur Ergebnisentwicklung, eine sichtbare Verbesserung gegenüber der Vorjahresperiode erzielt. Dass hier seit zwei Geschäftsjahren in Folge jeweils ein höherer Liquiditätszufluss erreicht wurde, liegt einerseits am Wegfall der mit den Kapitalerhöhungen und dem Börsengang stehenden Sonderaufwendungen begründet. Darüber hinaus waren im abgelaufenen Schuljahr mehr Schüler eingeschrieben, was mit einem entsprechenden Ertragsanstieg einhergegangen war.

Begleitet wird der positive operative Cashflow von einem in der Regel negativen Cashflow aus Investitionstätigkeit. Auszahlungen in diesem Bereich betreffen dabei in aller Regel Investitionen im Zusammenhang mit dem Schulgebäude oder dessen Ausstattung. In den vergangenen beiden Geschäftsjahren kam noch der Erwerb von Finanzanlagen, also die Investition von aus den Kapitalerhöhungen stammenden liquiden Mitteln, hinzu, was zu einem höheren Liquiditätsabgang in Höhe von 1,71 Mio. € (VJ: 1,48 Mio. €) geführt hatte. Bereinigt um den Wertpapiererwerb hätte der Investitions-cashflow bei -0,25 Mio. € (VJ: -0,28 Mio. €) gelegen.

Da die Aufnahme neuer Liquidität (Ausgabe Anleihen und Aufnahme Bankkredite) in etwa die Kapitaltilgung ausgeglichen hat, liegt der Finanzierungs-Cashflow mit -0,05 Mio. € (VJ: 1,59 Mio. €) im ausgeglichenen Bereich. In den beiden vorangegangenen Geschäftsjahren hatte die ISA hier, im Zusammenhang mit den Kapitalerhöhungen, deutlich höhere Werte ausgewiesen.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022/23

in Mio. €	1.HJ 20/21	1.HJ 21/22	1.HJ 22/23
Rohergebnis	3,13	3,38	3,34
Periodenergebnis	-0,01	0,34	0,13

Quelle: ISA gAG; GBC AG

Die Entwicklung der ersten sechs Monate des laufenden Schul- und Geschäftsjahres 2022/23 reiht sich in die Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres ein. Die Anzahl der eingeschriebenen Schüler kletterte insbesondere aufgrund von 26 unterjährigen Neueinschreibungen weiter auf 354 (28.02.2022; 340). Dies war die Grundlage einer weitestgehend seitwärtsgerichteten Entwicklung des Rohertrages auf 3,34 Mio. € (VJ: 3,38 Mio. €), welcher damit auf dem hohen Niveau des Vorjahres lag.

Beim Periodenergebnis weist die ISA eine auf 0,13 Mio. € (VJ: 0,34 Mio. €) rückläufige Entwicklung auf. Ausgehend von der stabilen Ertragslage macht sich darin besonders ein leichter Anstieg des Personalaufwandes auf 2,04 Mio. € (VJ: 1,94 Mio. €) sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 0,60 Mio. € (VJ: 0,52 Mio. €) bemerkbar.

Vermögenslage zum 28.02.2023

in Mio. €	31.08.18	31.08.19	31.08.20	31.08.21	31.08.22	28.02.22
Bilanzsumme	6,21	6,46	7,76	9,06	9,25	8,90
Eigenkapital (EK-Quote)	2,00 (32,2%)	2,19 (33,9%)	3,80 (49,0%)	5,16 (57,0%)	5,32 (57,5%)	5,45 (61,3%)
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,03	0,88	0,74	0,60	0,61	0,60
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	3,12	3,19	4,39	5,82	5,94	4,97
Cashflow (operativ)	0,40	0,72	0,00	0,11	0,38	k.A.
Cashflow (Finanzierung)	-0,24	-0,49	-0,50	-1,48	-1,71	k.A.
Cashflow (Investition)	-0,58	-0,17	1,70	1,59	0,00	k.A.

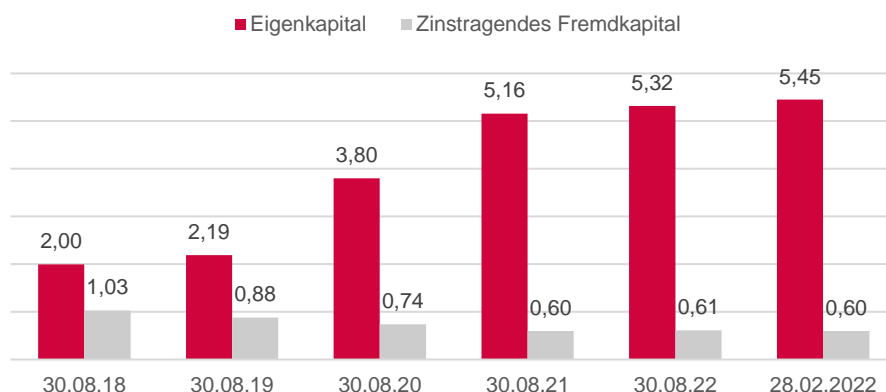
Quelle: ISA gAG, GBC AG

Bilanzkennzahlen zum 28.02.2023

Das Bilanzbild der ISA ist auf der Passivseite von einer überdurchschnittlichen Eigenkapitalausstattung geprägt. Insbesondere nach dem Abschluss der in den Geschäftsjahren 2019/20 und 2020/21 durchgeführten Kapitalerhöhungen liegt ein deutlicher Anstieg des Eigenkapitals vor, welches, zuzüglich des positiven Jahresüberschusses, zum 28.02.2022 weiter auf 5,45 Mio. € (31.08.2022: 5,32 Mio. €) zugelegt hat. Die dazugehörige EK-Quote lag dabei mit 61,3 % (31.08.21: 57,5 %) auf einem weiterhin hohen Niveau.

Die komfortable EK-Ausstattung ist ins Verhältnis zur der sehr geringen Finanzverschuldung zu setzen. Ursprünglich hatte die Gesellschaft für den Erwerb des eigenen Grundstücks und den Bau der Mensa und des Turnhallegebäudes Bankkredite aufgenommen, die mittlerweile bis auf 0,41 Mio. € (31.08.22: 0,47 Mio. €) nahezu vollständig zurückgeführt worden sind. Demzufolge verfügt die Gesellschaft bilanziell über eine hohe Flexibilität zur Aufnahme weiterer Bankkredite, für die mögliche Finanzierung eines neuen Standortes. Beim überwiegenden Teil des Fremdkapitals handelt es sich um einen passiven Rechnungsabgrenzungsposten in Höhe von 2,51 Mio. € (31.08.22: 3,03 Mio. €), in dem die vorab erhaltenen Schulgelder und öffentlichen Zuschüsse enthalten sind. Dieser hat folglich einen Working Capital-Charakter.

Eigenkapital und zinstragende Verbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: ISA gAG; GBC AG

Die zum Bilanzstichtag hohen Schulgeld-Vorauszahlungen spiegeln sich auf der Aktivseite im umfangreichen Liquiditätsbestand wider. Inklusive gehaltene Wertpapiere beläuft sich dieser auf 4,97 Mio. € (31.08.22: 5,94 Mio. €) und stellt damit den größten Aktivposten der Gesellschaft dar. Der umfangreiche Liquiditätsbestand wird sich nach dem Erwerb des Ziegeleigrundstücks (2,75 Mio. €) deutlich verringern.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 21/22	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e	GJ 29/30e
Umsatzerlöse	6,46	6,91	7,27	7,39	7,51	7,64	9,28	10,20	11,38
EBITDA	0,51	0,61	0,68	0,72	0,76	0,81	1,07	1,23	1,26
JÜ	0,16	0,18	0,16	0,08	0,10	0,08	0,04	0,25	0,31

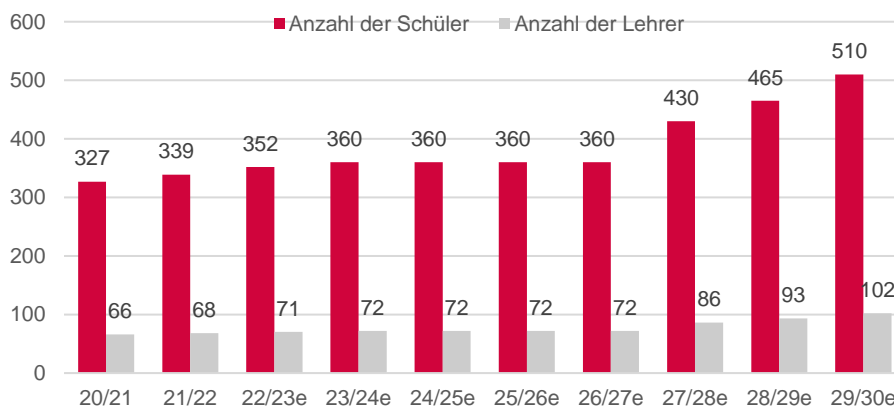
Quelle: ISA gAG; GBC AG

Umsatzprognosen Schuljahre 2022/23 – 2029/30

Für den konkreten Schätzzeitraum der Schuljahre 2022/23e bis 2029/30e haben wir die Entwicklung der an der ISA eingeschriebenen Anzahl der Schüler prognostiziert. Letztendlich lassen sich daraus die Schulgeldeinnahmen und die staatlichen und privaten Förderungen ableiten. Darüber hinaus lassen sich daraus, bei einem gleichbleibenden Schüler-/Lehrerverhältnis, auch die Anzahl der Lehrer und damit die Entwicklung des wesentlichen Kostenblocks schätzen.

Erst mit dem Umzug an den neuen Schulcampus, welcher gemäß ISA ab dem Schuljahr 2027/28 erfolgen könnte, würde die ISA von einem deutlichen Ausbau der Kapazitäten profitieren. Am neuen Schulcampus könnten, vom aktuellen Standpunkt aus, bis zu 550 Schüler unterrichtet werden, während am aktuellen Standort die Kapazitätsgrenze bereits erreicht worden ist. Daher rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einer konstanten Entwicklung der Schülerzahlen, welche erst mit Beginn des Schuljahres 2027/28 sichtbar zulegen sollten. Parallel dazu sollte es bei der Lehreranzahl auch erst ab 2027/28 zu einem Anstieg kommen.

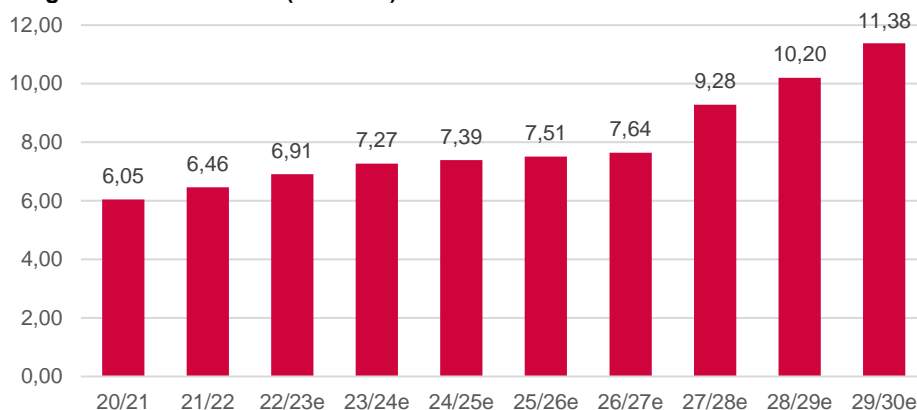
Prognostizierte Anzahl der Schüler und Lehrer



Quelle: GBC AG

Trotz einer von uns prognostizierten bis dahin nur konstanten Entwicklung der Schülerzahlen ist aber von steigenden Umsätzen auszugehen. Dies hängt insbesondere mit der Inflationsentwicklung zusammen, was zu einer Erhöhung der Schulgelder sowie einer Erhöhung der staatlichen Förderung führen dürfte. Im Bereich der genehmigungspflichtigen Schulgelderhöhung (Jahrgänge 1 bis 9) wurde, nach ISA-Angaben, eine Schulgelderhöhung von bis zu 8 % genehmigt. Nach Unternehmensangaben wird dies aber nicht voll ausgereizt werden, dennoch ist von einer spürbaren Erhöhung auszugehen. Für die Schuljahre 10 bis 12 kann die ISA ohnehin die Schulgelder frei bestimmen. In unseren Prognosen gehen wir für die nächsten zwei Geschäftsjahre von einer Erhöhung des durchschnittlichen Schulgeldes in Höhe von rund 7 % aus und rechnen mittelfristig mit jährlichen Erhöhungen in Höhe von 2,0 % (bisher: 1,5 %).

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)

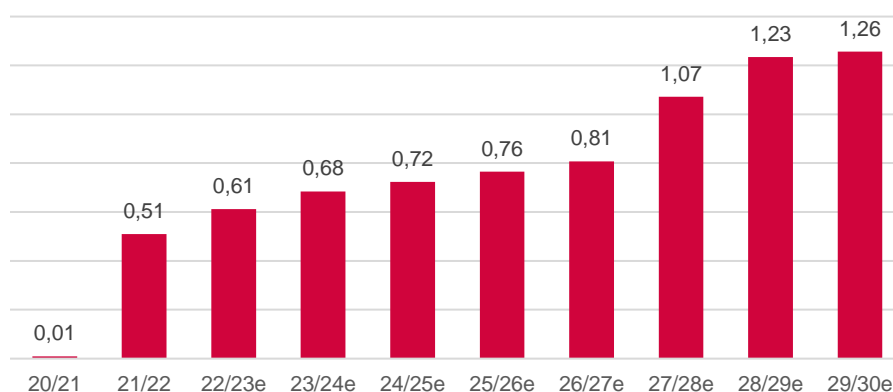


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen Schuljahre 2022/23 – 2029/30

Die gestiegene Inflation dürfte sich auch in einem Anstieg der Personalaufwendungen wiederfinden. Sowohl bei den Lehrergehältern als auch im Bereich der Verwaltung unterstellen wir Lohnerhöhungen in Höhe von ca. 7 %, was dazu führen würde, dass die gestiegenen Einnahmen fast vollständig aufgezehrt wären. Dennoch rechnen wir für die kommenden Schuljahre mit einer tendenziellen Ergebnisverbesserung. Hauptsächlich hängt dies mit dem angekündigten Erwerb des nicht im ISA-Besitz stehenden Schulgebäudes, was zu einer Minderung der operativen Aufwendungen (Miete) in Höhe von jährlich 0,26 Mio. € führen wird. Vollständig wird sich dieser Effekt erstmals ab dem Geschäftsjahr 2023/24 auswirken. Darüber hinaus sollten im Verwaltungsbereich Skaleneffekte erzielbar sein.

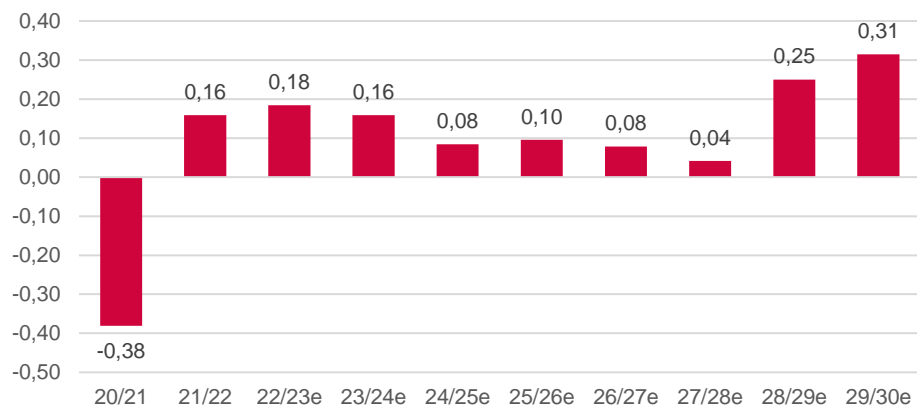
Prognose des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Dem höheren EBITDA sollten durch den Objektzugang höhere Abschreibungen gegenüberstehen, so dass eine tendenziell seitwärtsgerichtete Entwicklung des Jahresüberschusses vorliegen dürfte. Ab dem Geschäftsjahr 2025/26 sollte die ISA zudem mit den ersten Arbeiten am neuen Standort beginnen, was mit entsprechenden Aufwendungen (FK-Aufnahme) einhergehen sollte. Daher rechnen wir, bis zum Einzug an den neuen Standort, sogar mit einem leicht rückläufigen Jahresüberschuss, welcher dann ab dem Einzug wieder deutlich ansteigen sollte.

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 2022/2023e bis 2029/2030e und damit auch einen Teil der Schuljahre im geplanten neuen Gebäude. Die nachhaltig erreichbare EBITDA-Marge liegt unseren Prognosen gemäß bei 11,0 % und die Ziel-EBITA-Marge liegt bei 5,8 %. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 % (bisher: 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 2,00 % (bisher: 0,40 %).**

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 4,71 % (bisher: 3,11 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % (bisher: 70 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,60 % (bisher: 2,48 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des Bewertungsmodells ermittelte faire Wert der ISA beläuft sich auf 9,07 Mio. € bzw. 19,50 € je Aktie (bisher. 21,15 €). Die Kurszielreduktion ist in erster Linie eine Folge der angehobenen gewichteten Kapitalkosten (WACC) auf 3,60 % (bisher: 2,48 %), die den höheren risikolosen Zinssatz reflektieren. 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	2,0%
ewige EBITA - Marge	5,8%
effektive Steuerquote im Endwert	0,0%

zweistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final End- wert	
	in Mio. EUR	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 29e		GJ 30e
Umsatz (US)		6,91	7,27	7,39	7,51	7,64	9,28	10,20	11,38	
US Veränderung		6,9%	5,2%	1,7%	1,7%	1,7%	21,5%	10,0%	11,5%	2,0%
US zu OAV		1,18	1,34	1,50	0,72	0,42	0,47	0,54	0,62	
EBITDA		0,51	0,61	0,68	0,72	0,76	0,81	1,07	1,23	
EBITDA-Marge		8,8%	9,4%	9,8%	10,2%	10,6%	11,5%	12,1%	11,0%	
EBITA		0,09	0,09	0,21	0,30	0,38	0,14	0,44	0,64	
EBITA-Marge		1,3%	1,2%	2,9%	4,0%	5,0%	1,5%	4,3%	5,6%	5,8%
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)		0,09	0,09	0,21	0,30	0,38	0,14	0,44	0,64	
Kapitalrendite		3,1%	1,6%	4,1%	6,3%	3,7%	0,8%	2,3%	3,4%	3,7%
Working Capital (WC)		-0,18	-0,19	-0,20	-0,20	-0,20	-0,25	-0,27	-0,30	
WC zu Umsatz		-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	
Investitionen in WC		0,03	0,01	0,00	0,00	0,00	0,04	0,02	0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)		5,86	5,44	4,92	10,45	18,02	19,64	18,97	18,34	
AFA auf OAV		-0,42	-0,52	-0,47	-0,43	-0,39	-0,67	-0,63	-0,59	
AFA zu OAV		7,2%	9,6%	9,6%	4,1%	2,1%	3,4%	3,3%	3,2%	
Investitionen in OAV		-3,32	-0,10	0,05	-5,95	-7,96	-2,28	0,04	0,04	
Investiertes Kapital		5,68	5,25	4,72	10,25	17,82	19,39	18,70	18,04	
EBITDA		0,51	0,61	0,68	0,72	0,76	0,81	1,07	1,23	
Steuern auf EBITA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt		-3,29	-0,09	0,05	-5,95	-7,96	-2,24	0,06	0,07	
Investitionen in OAV		-3,32	-0,10	0,05	-5,95	-7,96	-2,28	0,04	0,04	
Investitionen in WC		0,03	0,01	0,00	0,00	0,00	0,04	0,02	0,03	
Investitionen in Goodwill		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows		-2,78	0,52	0,74	-5,23	-7,19	-1,43	1,14	1,30	19,60

Wert operatives Geschäft	6,29	5,99
Barwert expliziter FCFs	-9,02	-9,87
Barwert des Continuing Value	15,31	15,86
Nettoschulden (Net debt)	-2,55	-3,07
Wert des Eigenkapitals	8,84	9,07
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	8,84	9,07
Ausstehende Aktien in Mio.	0,47	0,47
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,01	19,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,49
Eigenkapitalkosten	4,7%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	1,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	0,0%
WACC	3,6%

Kapitalrendite	WACC					
	3,5%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%
3,5%	20,29	17,77	15,57	13,62	11,90	
3,6%	22,56	19,88	17,53	15,46	13,63	
3,7%	24,83	21,98	19,50	17,30	15,35	
3,8%	27,10	24,09	21,46	19,14	17,08	
3,9%	29,37	26,20	23,42	20,98	18,80	

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



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