

GBC Research

Researchstudie (Anno)

International School Augsburg AG



WICHTIGER HINWEIS:

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

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 AG^{*1,4,5a,6a,7,11}

Kapazitätserweiterung ist die Grundlage für steigende Schülerzahl und steigenden Geschäftsumfang

Branche: Bildung

Fokus: Betrieb einer internationalen Schule

Gründung: 2005

Mitarbeiter: 88 (31.08.2024)

Firmensitz: Augsburg

Vorstand: Marcus Wagner,
Jessamine Koenig

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.

in Mio. €	23/24	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e
Umsatz	7,31	8,06	8,43	8,93	9,90	10,56	11,94	12,18
EBITDA	0,63	0,70	0,82	0,95	1,20	1,35	1,47	1,50
EBIT	0,22	0,26	0,47	0,62	0,50	0,68	0,82	0,88
Jahresüberschuss	0,19	0,23	0,25	0,25	0,10	0,29	0,44	0,51
Gewinn je Aktie	0,40	0,49	0,53	0,54	0,21	0,62	0,95	1,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,71	0,64	0,61	0,58	0,52	0,49	0,43	0,42
EV/EBITDA	8,26	7,37	6,28	5,46	4,31	3,83	3,52	3,45
EV/EBIT	23,64	19,80	10,99	8,34	10,43	7,64	6,28	5,88
KGV	20,40	16,61	15,34	15,27	39,01	13,25	8,60	7,50
KBV	0,67							

Investment Case

- Seit ihrer Gründung ist die Anzahl der eingeschriebenen Schülerinnen und Schüler kontinuierlich gestiegen. Ausgehend von 63 Schülern im Gründungsjahr stieg die Schülerzahl zuletzt auf 390 (Stand: 01.05.2025).
- Auf dieser Basis erreichten die Schuldgeldeinnahmen und die staatlichen Zuschüsse im Schuljahr 2023/24 neue Rekordwerte. Mit einem Gesamtumsatz in Höhe von 7,31 Mio. € (VJ: 6,77 Mio. €) wurde der Vorjahreswert um 8,1 % übertroffen.
- Seit mehreren Schuljahren sind die räumlichen Kapazitäten der ISA erschöpft. Ein Umzug an einen neuen Standort soll dieses Problem lösen. Ab dem zweiten Halbjahr 2025 soll ein leerstehendes Schulgebäude (ehemaliges Paul-Klee-Gymnasium) in Gersthofen bei Augsburg umgebaut werden. Die Bauzeit ist mit 24 bis 36 Monaten veranschlagt und damit ist ein Umzug im Schuljahr 2027/28 geplant.
- Die ISA verfügt über ein überzeugendes und nachvollziehbares Finanzierungskonzept. Die geplanten Baukosten sollen sich auf 40 bis 42 Mio. € belaufen.
- Nach dem Umzug soll die Schülerzahl deutlich zulegen. Bereits im ersten Schuljahr am neuen Standort rechnen wir mit 440 Schülern, die maximale Auslastung soll bei ca. 560 liegen.
- Die Schuldgeldeinnahmen sollten in den kommenden Jahren vor allem von Schuldgelderhöhungen profitieren, bevor im Geschäftsjahr 2027/28 die Kapazitätserweiterung sichtbar wird.
- Kursziel von 19,50 €, Rating: KAUFEN

Rating: KAUFEN

Kursziel: 19,50 EUR (alt: 19,50 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 09.04.25	8,20 EUR
Börsenplatz	MUC
ISIN	DE000A2AA1Q5
WKN	9JK
Aktienzahl (in Mio.)	0,47
MCap (in Mio. EUR)	3,81
Enterprise Value (in Mio.)	5,16

Transparenzlevel	m:access
Marktsegment	Freiverkehr
GJ-Ende	31.08.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Institutionelle Investoren	68%
Free Float	32%

Finanztermine

11.04.25	Hauptversammlung
----------	------------------

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

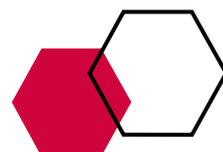
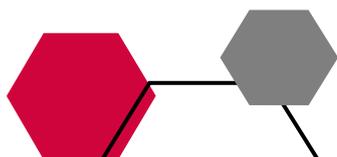
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
14.03.2025: RS / 19,50 / KAUFEN
30.07.2024: RS / 19,75 / KAUFEN
22.02.2024: RS / 19,75 / KAUFEN
03.07.2023: RS / 19,50 / KAUFEN
07.07.2022: RS / 21,15 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter

Fertigstellung: 10.04.2025 (08:35 Uhr)
Erste Weitergabe: 11.04.2025 (09:00 Uhr)

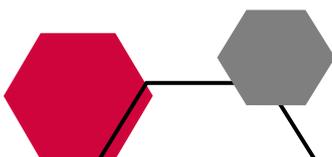
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 21



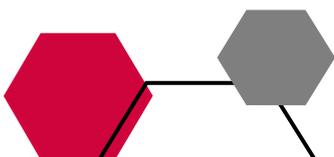
EXECUTIVE SUMMARY

- Die International School Augsburg AG (kurz: ISA) hat den Wachstumstrend der vergangenen Schul-/Geschäftsjahre auch im Geschäftsjahr 2023/2024 fortgesetzt. Auf Basis der zu Schuljahresbeginn auf 349 (VJ: 336) gestiegenen Zahl der eingeschriebenen Schülerinnen und Schüler wurde der Gesamtumsatz um 8,1 % auf einen neuen Rekordwert von 7,31 Mio. € (VJ: 6,77 Mio. €) gesteigert. Aufgrund der hohen Nachfrage stieg die Zahl der eingeschriebenen Schülerinnen und Schüler im Jahresverlauf sogar auf 369, ebenfalls ein neuer Rekordwert. Darüber hinaus dürfte die ISA im aktuellen Inflationsumfeld auch von der Erhöhung der Schulgelder profitiert haben.
- Parallel zum Anstieg des Gesamtumsatzes erhöhten sich die betrieblichen Aufwendungen, hier insbesondere der Personalaufwand, auf 5,40 Mio. € (VJ: 4,86 Mio. €). Für den Schulbetrieb ist der Personalaufwand typischerweise die wesentliche Kostenposition und dieser ist durch die Zahlung einer Inflationsausgleichsprämie sowie durch allgemeine Gehaltssteigerungen höher ausgefallen. Dennoch spiegeln sich die höheren Gesamterträge in einem dynamischen Anstieg des EBITDA um 22,5 % auf 0,63 Mio. € (VJ: 0,51 Mio. €) wider. Auch der Periodenüberschuss in Höhe von 0,19 Mio. € (VJ: 0,17 Mio. €) partizipiert an der insgesamt positiven Geschäftsentwicklung der ISA. In unserer bisherigen Studie (siehe Studie vom 29.07.2024) hatten wir ein Ergebnis nach Steuern von 0,19 Mio. € prognostiziert, was einer Punktlandung entspricht.
- Die zukünftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung der ISA hängt insbesondere von der Entwicklung der Schülerzahlen ab. Hier sind die Kapazitäten am derzeitigen Schulstandort im Augsburgener Norden weitgehend ausgeschöpft. Noch in diesem Jahr wird die ISA mit dem Bau eines neuen Schulcampus (ehemaliges Paul-Klee-Gymnasium) in Gersthofen beginnen. Nach einer Bauzeit von 24 Monaten soll der neue Campus zum Schuljahr 2027/28 bezogen werden. Mit Gesamtkosten von 40 bis 42 Mio. € verfügt die ISA über eine nachvollziehbare Finanzierungsplanung.
- Bis zum Einzug in den neuen Schulcampus wird die ISA voraussichtlich die Kapazitäten durch den Einsatz von Schulcontainern vorübergehend erhöhen. Ein sprunghafter Anstieg der Schülerzahlen ist jedoch erst mit dem Bezug des neuen Campus zu erwarten. Wir haben dies in unserer Prognose modelliert und gehen von 380 Schülern im laufenden Schuljahr aus, die bis zum Umzug auf 405 Schüler ansteigen werden. Ab dem Schuljahr 2027/28 erwarten wir einen sprunghaften Anstieg der Schülerzahlen auf 510 am Ende unseres Planungszeitraums (GJ 2031/32) und liegen damit noch deutlich unter der möglichen Kapazität von 560. Analog dazu kalkulieren wir mit einem sukzessiven Anstieg des Gesamtumsatzes.
- Ab dem Geschäftsjahr 2025/26 dürfte die ISA zudem mit den ersten Arbeiten am neuen Standort beginnen, was mit entsprechenden Aufwendungen (FK-Aufnahme/Abschreibungen) verbunden sein dürfte. Daher rechnen wir bis zum Bezug des neuen Standorts in den Geschäftsjahren 2026/27 sowie 2027/28 sogar mit einem leichten Rückgang des Jahresergebnisses. Ab dem Geschäftsjahr 2028/2029 erwarten wir aufgrund geringerer Abschreibungen bzw. geringerer FK-Aufwendungen wieder einen deutlichen Anstieg des Jahresüberschusses und damit eine nachhaltige Steigerung des Jahresergebnisses.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 19,50 € (bisher: 19,50 €) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kurses bewerten wir die Aktie weiterhin mit KAUFEN.



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Internationale Schulen	5
gAG – gemeinnützige Aktiengesellschaft.....	5
Die International School Augsburg AG.....	6
Projekt neuer Schulcampus.....	7
Markt und Marktumfeld.....	9
Internationale Fachkräfte erhöhen IB-Nachfrage	9
Inländische Nachfrage nach Privatschulen nimmt zu.....	10
Operative Entwicklung.....	11
Umsatzentwicklung GJ 2023/2024.....	11
Ergebnisentwicklung GJ 2023/2024.....	12
Vermögenslage zum 31.08.2024	13
Prognosen und Modellannahmen.....	15
Umsatzprognose 2024/2025 – 2031/2032	15
Ergebnisprognose 2024/2025 – 2031/2032	16
Bewertung.....	18
DCF Modell	19
Anhang.....	20



UNTERNEHMEN

Internationale Schulen

Internationale Schulen sind Teil eines weltweiten Netzwerks von ca. 3.300 Schulen. Der Grundgedanke ist, dass ein grenzüberschreitender Schulwechsel, wie er z.B. durch den Arbeitsplatzwechsel eines Elternteils notwendig werden kann, ohne Hindernisse möglich ist. Durch die einheitliche Unterrichtssprache Englisch ist die sprachliche Anschlussfähigkeit gewährleistet und das einheitliche pädagogische Konzept ermöglicht einen problemlosen Schulwechsel. Eine Integration und damit eine Anpassung an ein neues Schulsystem ist nicht erforderlich.

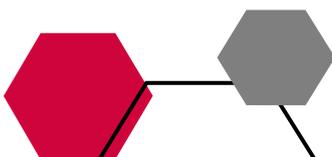
Internationale Schulen richten sich daher in erster Linie an Familien international mobiler Fachkräfte und bieten ein Bildungsangebot, das das gesamte Spektrum bis zum Abitur abdeckt. In den letzten Jahren werden die internationalen Schulen aber auch zunehmend als Alternative zum staatlichen Schulsystem wahrgenommen, was dazu geführt hat, dass auch deutsche Schüler einen relevanten Anteil an den deutschen internationalen Schulen ausmachen. Von Vorteil ist dabei, dass das englischsprachige Programm auf international standardisierten Lehrplänen basiert und weltweit anerkannte Abschlüsse (IGCSE; IB Diploma) ermöglicht. 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. Gemäß Beschluss der Kultusministerkonferenz wird in Bayern das IGCSE als mittlerer Schulabschluss und das IB Diploma als allgemeine Hochschulzugangsberechtigung für den Zugang zu Fachhochschulen und Universitäten anerkannt.

gAG – gemeinnützige Aktiengesellschaft

Die International School Augsburg AG (kurz: ISA) ist eine gemeinnützige Aktiengesellschaft (gAG). Gemeinnützige Aktiengesellschaften sind Kapitalgesellschaften, in denen eine Verbindung von Gemeinnützigkeit und wirtschaftlichem Handeln stattfindet. Diese Gesellschaften sind von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit, da sie einen gemeinnützigen Zweck verfolgen. Anerkannte gemeinnützige Zwecke sind unter anderem die Förderung von Wissenschaft und Forschung, Religion, Kunst und Kultur sowie die Förderung von Bildung und Erziehung.

Gemeinnützige Kapitalgesellschaften können selbstlos tätig sein und eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgen, jedoch dürfen die Gesellschafter (Aktionäre) keine Gewinnanteile und keine sonstigen Zuwendungen aus Mitteln der Körperschaft erhalten. Es erfolgt daher keine Ausschüttung von Dividenden, es sei denn, diese gehen an eine andere gemeinnützige Körperschaft. Zudem erhalten die Gesellschafter bei Auflösung/Liquidation oder bei Wegfall der steuerbegünstigten Zwecke nicht mehr als ihre eingezahlten Kapitalanteile zurück. Sofern die Aktien einer gAG jedoch an einer Börse notiert sind und damit ein Handel gewährleistet ist, können Kurssteigerungen im Rahmen von Kauf- und Verkaufstransaktionen realisiert werden.

Aufgrund ihres Status können gemeinnützige Unternehmen im Gegensatz zu klassischen Kapitalgesellschaften auf mehrere Einnahmequellen zurückgreifen, zu denen auch Zuschüsse und Spenden zählen. Darüber hinaus besteht aufgrund fehlender Dividendenabflüsse eine hohe Innenfinanzierungskraft. Erwirtschaftete Gewinne werden in der Regel vollständig reinvestiert, was sich wertsteigernd auf das Unternehmen auswirkt. Im Einklang mit der Abgabenordnung sind in diesem Zusammenhang auch die Verwaltungsstrukturen effizient und schlank zu halten,



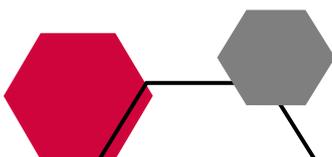
wodurch die für Reinvestitionen zur Verfügung stehenden Mittel und damit der Unternehmenswert weiter gesteigert werden.

Die International School Augsburg AG

Die ISA wurde 2005 als internationale englischsprachige Schule gegründet. Sie umfasst insgesamt 14 Jahrgänge, in denen zum 31.08.2024 insgesamt 369 Schülerinnen und Schüler eingeschrieben waren. Neben der Vorschule (ELC), in der drei- bis fünfjährige Kinder betreut werden, gibt es die Jahrgangsstufen 1-5, 6-10 (Abschluss Mittlere Reife) und 11-12 (Abschluss IB-Diploma). Für die letzten beiden Jahrgangsstufen 11 und 12 ist die ISA seit dem Schuljahr 2010/2011 von der Organisation du Baccalauréat International für das International Baccalaureate Diploma Programme akkreditiert. Das am Ende der Jahrgangsstufe 12 erworbene IB-Diploma ist ein internationales Abitur und wird auch in Deutschland als allgemeine Hochschulzugangsberechtigung für Fachhochschulen und Universitäten anerkannt.

Die ISA erhebt Schulgeld für alle Jahrgangsstufen sowie für die Vorschule. Die Vorschule und die Jahrgangsstufen 10 bis 12 sind von der staatlichen Förderung ausgeschlossen. Ein wesentlicher Aspekt, der sich sowohl auf die Höhe der staatlichen Förderung als auch auf eine Ausweitung der Förderung bis zur Jahrgangsstufe 12 auswirken könnte, ist eine von der ISA beantragte Änderung des Schulstatus. Nach dem neuen Schulstatus würde die ISA für die Jahrgangsstufen 1 bis 4 als staatlich genehmigte Grundschule und für die Jahrgangsstufen 5 bis 12 als staatlich anerkannte Ergänzungsschule (privates Gymnasium) gelten. Dies hätte eine deutliche Erhöhung der jährlichen Zuschüsse zur Folge.

Mit einer Schüler-Lehrer-Relation von 5,54 (Basis: Schuljahr 2023/24) ist die Betreuung der Schüler sehr intensiv. An staatlichen Schulen in Bayern liegt das Verhältnis an allgemeinbildenden Schulen mit 13,8 deutlich höher (Quelle: Bayerns Schulen in Zahlen 2021/2022). Hinzu kommt, dass internationale Schulen wie die ISA im Gegensatz zu staatlichen Schulen in der Regel sehr gut ausgestattet sind. So sind beispielsweise alle Klassenräume der ISA mit interaktiven Whiteboards und Laptops ausgestattet, die eine interaktive und digitale Lernumgebung ermöglichen. Dieser hohe Digitalisierungsgrad ermöglichte auch während des Covid-19-Lockdowns einen umfassenden Unterricht.



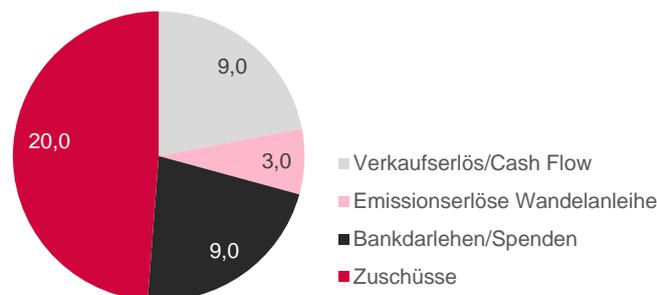
PROJEKT NEUER SCHULCAMPUS

Um die seit mehreren Schuljahren ausgeschöpften Kapazitäten zu erweitern, wird die ISA ab dem Schuljahr 2027/2028 den Schulbetrieb an einen neuen Schulcampus verlagern. Bei dem neuen Standort handelt es sich um ein 18.000 m² großes Grundstück in Gersthofen, das ehemalige Schulgelände des Paul-Klee-Gymnasiums. Hierfür hat die Stadt Gersthofen den Rahmenbedingungen eines Erbbaurechtsvertrages zugestimmt, der vorsieht, dass die ISA für die Dauer von 60 Jahren einen Erbbauzins von ca. 130.000 € p.a. zu zahlen hat.

Mit Vorlage des Förderbescheides, der noch im ersten Kalenderhalbjahr 2025 erwartet wird, sollen die ersten Arbeiten am neuen Standort aufgenommen werden. Wir rechnen daher mit einem Baubeginn noch im laufenden Jahr 2025. Nach einer geschätzten Bauzeit von 24 Monaten könnte der Umzug zu Beginn des Jahres 2028, also noch im Schuljahr 2027/2028, erfolgen. Mit dem Bezug des neuen Campus wird die Gesellschaft in der Lage sein, der hohen Nachfrage nach Schulplätzen an der ISA gerecht zu werden und die Schülerkapazität deutlich zu erhöhen.

Für das Projekt veranschlagt die ISA Baukosten in Höhe von 40 bis 42 Mio. € (bisher: 35 bis 40 Mio. €). Der Finanzierungsmix sieht eine Förderquote von ca. 50 % vor, so dass ca. 20 Mio. € durch nicht rückzahlbare staatliche Investitionszuschüsse abgedeckt werden. Die verbleibenden 20 bis 22 Mio. € sollen zum einen durch den erwarteten Liquiditätszufluss aus dem Verkauf des derzeitigen Standortes (ca. 7 Mio. € nach Rückzahlung ausstehender Kredite), durch die Aufnahme von Fremdkapital bzw. Spendeneinnahmen (ca. 9 Mio. €), durch die Platzierung weiterer Mittel aus der Wandelanleihe (ca. 3 Mio. €) sowie durch die Erwirtschaftung des operativen Cashflows (ca. 2 Mio. €) finanziert werden.

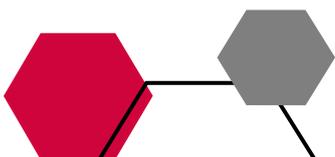
Möglicher Finanzierungsmix des neuen Campus (in Mio. €)



Quelle: ISA AG; GBC AG

Der Schulcampus, der sich derzeit im Eigentum der ISA befindet, wurde in den Jahren 2023 und 2024 bewertet und dabei ein Marktwert von 7,2 Mio. € ermittelt. Die Annahme eines Liquiditätszuflusses aus dem geplanten Verkauf in Höhe von ca. 6,0 Mio. € (nach Tilgung von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 0,28 Mio. €) kann somit als realistisch angesehen werden.

Anmerkung: ein geplanter Statuswechsel als Grundschule bzw. Ergänzungsschule würde zu einem deutlichen Anstieg der jährlichen Förderzuschüsse führen. Dies würde die Innenfinanzierungskraft der ISA verbessern und gleichzeitig den Fremdkapitalbedarf bei der Finanzierung des neuen Schulcampus reduzieren.



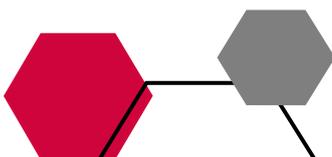
Wandelanleihe als Finanzierungsinstrument

Ein Teil der Finanzierung des neuen Campus soll über die weitere Platzierung einer Wandelanleihe abgedeckt werden. Die Wandelanleihe hat folgende Bedingungen:

Wandelanleihe 2022/2029

Zinssatz p.a.	3,0 % (halbjährlich)
Volumen	bis zu 2,91 Mio. €
Nennbetrag	12,50 €
ISIN	DE000A30VSA0
Laufzeit	01.08.2022 – 01.08.2029
Wandlungspreis	12,50 € je Aktie
Wandlungsfenster	01.04. – 14.04. und 01.10. - 14.10.

Quelle: ISA AG; GBC AG



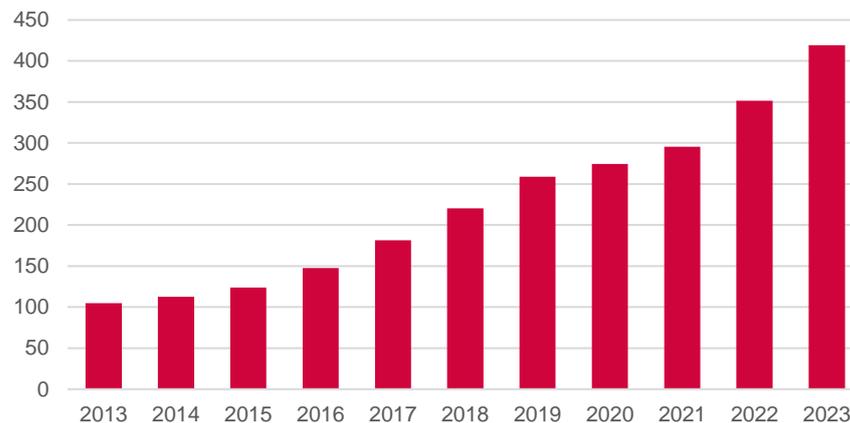
MARKT UND MARKTUMFELD

Die ISA richtet sich zum einen an Familien und Kinder international mobiler Beschäftigter, die bei Aufnahme einer beruflichen Tätigkeit im Ausland eine nahtlose Bildungsbiografie ihrer Kinder sicherstellen wollen. Zunehmend rücken aber auch inländische Familien in den Fokus, für die ein international anerkannter Bildungsabschluss innerhalb einer hochwertigen Bildungsinfrastruktur wichtig ist. Wie die folgende Marktanalyse zeigt, weisen beide Adressatengruppen hohe Wachstumsraten auf, was mit einer steigenden Nachfrage nach einem International Baccalaureate Programm einhergehen dürfte.

Internationale Fachkräfte erhöhen IB-Nachfrage

Die statistischen Daten zur sogenannten Erwerbsmigration, d.h. zu Personen aus Nicht-EU-Staaten, die mit einem befristeten Aufenthaltstitel zum Zweck der Erwerbstätigkeit registriert sind, zeigen einen eindeutigen Trend. In den letzten zehn Jahren (2013-2023) hat sich die Zahl der Personen mit einem befristeten Aufenthaltstitel zum Zweck der Erwerbstätigkeit von rund 105.000 auf rund 419.300 etwa vervierfacht.

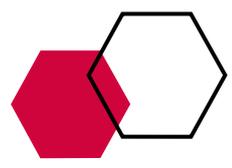
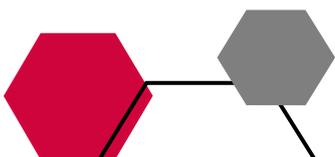
Entwicklung der Erwerbsmigration



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Mit den zum 31.12.2022 in Kraft getretenen Regelungen eines ersten Zuwanderungspakets wurde der Familiennachzug im Rahmen der Fachkräftezuwanderung erleichtert. Der in der jüngeren Vergangenheit zu beobachtende deutliche Anstieg der Erwerbsmigration dürfte sich angesichts der demografischen Rahmenbedingungen fortsetzen. Nach einer Vorausberechnung des Statistischen Bundesamtes wird der Anteil der Bevölkerung außerhalb des Erwerbsalters von 34,7 % im Jahr 2015 auf 47,6 % im Jahr 2030 ansteigen. Bis 2060 wird sogar ein Anstieg auf knapp 60 % prognostiziert. Nach dieser Berechnung müsste die Erwerbsmigration bis 2035 jährlich 260.000 betragen, darüber hinaus ist eine Zuwanderung von jährlich 400.000 erforderlich. Die in der obigen Abbildung dargestellte Erwerbsmigration von 68.000 Personen im Jahr 2023 stellt einen Teil der Zuwanderung dar, der aufgrund der beruflichen Anforderungen für die Minderung des Fachkräftemangels bedeutsam ist.

In diesem Kontext sind internationale Schulen, die eine unterbrechungsfreie Ausbildung der Kinder von ausländischen Fachkräften (Expats) gewährleisten, ein wichtiger Wirtschaftsfaktor.



Inländische Nachfrage nach Privatschulen nimmt zu

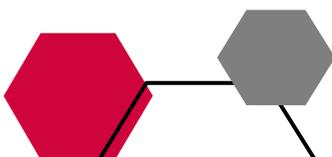
Neben der Ausbildung von Kindern internationaler Fachkräfte werden internationale Schulen auch als Alternative zum öffentlichen Schulsystem wahrgenommen und profitieren von der zunehmenden Beliebtheit privater Schulen. Insbesondere internationale Schulen sprechen international orientierte Eltern an, die Wert auf einen auch im Ausland anerkannten Schulabschluss legen.

Das subjektiv empfundene Strukturdefizit wurde Anfang des Jahrtausends durch die erste PISA-Studie objektiv belegt, bei der Deutschland in allen drei untersuchten Themenfeldern im weltweiten Vergleich unterdurchschnittlich abschnitt. Zwar konnten in den folgenden PISA-Studien bessere Ergebnisse erzielt werden, aber in der letzten PISA-Studie 2022 wurde das schlechte Ergebnis der ersten PISA-Studie noch einmal unterschritten. Dies gilt insbesondere für die Bereiche Mathematik und Lesekompetenz, in denen Deutschland im Vergleich zur vorhergehenden PISA-Studie 2018 einen Rückgang verzeichnet, der dem Lernfortschritt eines ganzen Schuljahres entspricht (Quelle: Deutsches Schulportal).

Neben diesem objektiv gemessenen strukturellen Defizit leiden die öffentlichen Schulen unter einem hohen Investitionsstau. Nach dem aktuellen KfW-Kommunalpanel 2024 beläuft sich der wahrgenommene Investitionsstau in der Schulinfrastruktur auf 54,76 Mrd. €, der allein innerhalb eines Jahres um weitere 7,32 Mrd. € angestiegen ist. Wie in den Vorjahren ist dieser starke Anstieg auf die Baupreisentwicklung zurückzuführen. Selbst wenn die Investitionsausgaben der Kommunen steigen sollten, dürften diese hinter der Baupreisentwicklung zurückbleiben, so dass mit einem weiteren Anstieg des Investitionsrückstandes zu rechnen ist. Bereits jetzt bezeichnen 56 % der im Rahmen der KfW-Umfrage befragten Kommunen den Investitionsrückstand als zumindest erheblich.

Ein weiteres Problem, mit dem die öffentlichen Schulen zunehmend konfrontiert sein werden, ist der steigende Bedarf an Lehrkräften, der aufgrund der Geburtenentwicklung und der hohen Zuwanderung weiter zunehmen wird. Nach den Prognosen der KMK besteht für den Zeitraum 2021 bis 2035 insbesondere für die Schulen der Primarstufe und der Sekundarstufe II eine deutliche Unterdeckung des Lehrkräftebedarfs. Das Thema „Lehrermangel“ wurde in jüngster Zeit in der Presse aufgegriffen und intensiv diskutiert.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass das Bildungsangebot der ISA sowohl von inländischer als auch von ausländischer Seite stark nachgefragt wird. Die ISA bedient somit beide Adressatenkreise (ausländische und inländische Schüler) und dürfte auch weiterhin von einer steigenden Nachfrage profitieren.



OPERATIVE ENTWICKLUNG

in Mio. €	GJ 19/20	GJ 20/21	GJ 21/22	GJ 22/23	GJ 23/24
Umsatzerlöse	6,20	6,05	6,46	6,77	7,31
EBITDA	0,23*	0,01*	0,51	0,51	0,63
JÜ	-0,16*	-0,38*	0,16	0,17	0,19

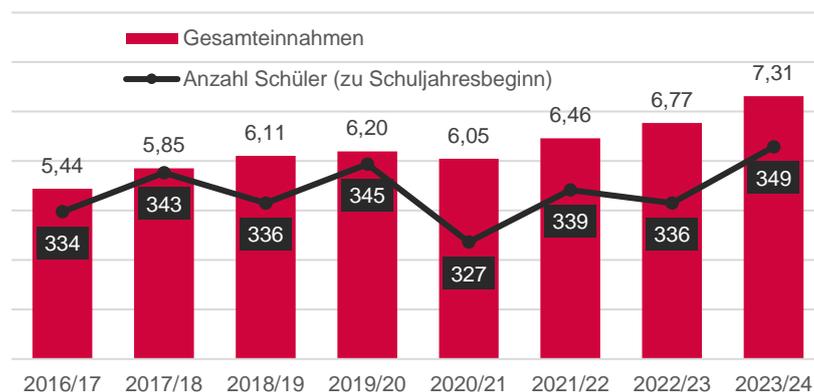
Quelle: ISA AG; GBC AG; *inklusive Kosten für den Börsengang

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 2023/2024

Die Umsatzerlöse der ISA setzen sich zusammen aus den Schulgeldeinnahmen und staatlichen Zuschüssen für die Jahrgangsstufen 1 bis 9, für die die ISA als Ersatzschule anerkannt ist. Die Umsatzerlöse spiegeln damit in erster Linie die Entwicklung der Schülerzahlen wider, die zu Beginn des Schuljahres 2023/24 mit 349 einen neuen Höchststand erreicht haben. Im Laufe des Jahres kamen weitere Anmeldungen hinzu, so dass sich die Zahl der Schülerinnen und Schüler auf 369 erhöhte. Auf dieser Basis stiegen die Schulgeldeinnahmen um 9,5 % auf 5,66 Mio. € (VJ: 5,17 Mio. €) und die staatlichen Zuschüsse um 3,3 % auf 1,65 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €). In Summe bedeutet dies eine Steigerung der Gesamteinnahmen um 8,1 % auf einen neuen Rekordwert von 7,31 Mio. € (VJ: 6,77 Mio. €). In unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 29.07.2024) hatten wir einen Gesamtumsatz von 7,37 Mio. € prognostiziert und unsere Erwartungen wurden damit weitestgehend erfüllt.

Gesamteinnahmen (in Mio. €) und Entwicklung der Schülerzahl



Quelle: ISA AG; GBC AG

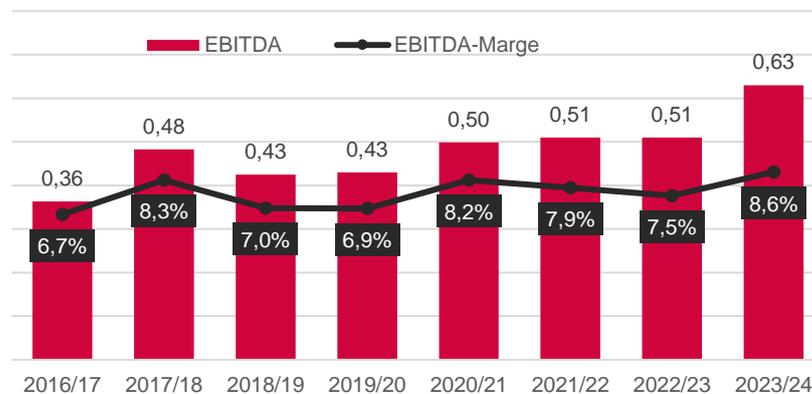
Ein Teil des Einnahmenwachstums, das dynamischer war als das Schülerwachstum, dürfte auch auf Schulgelderhöhungen zurückzuführen sein. Für die Jahrgangsstufen 1 bis 9 wurden Schulgelderhöhungen nur in Höhe der Inflationsrate

genehmigt, während für die Jahrgangsstufen 10 bis 12 die Höhe der Schulgelder von der ISA frei festgelegt werden kann.

Ergebnisentwicklung GJ 2023/2024

Das deutliche Umsatzwachstum wird begleitet von einem noch dynamischeren Anstieg des EBITDA um 22,5 % auf 0,63 Mio. € (VJ: 0,51 Mio. €). Zum einen profitiert ISA hier von der Steigerung des Umsatzwachstums. Zum anderen stiegen die sonstigen betrieblichen Erträge deutlich auf 0,23 Mio. € (VJ: 0,08 Mio. €). Die Steigerung der beiden Ertragskomponenten (Umsatzerlöse und sonstige betriebliche Erträge) reichte aus, um den allgemeinen Kostenanstieg zu kompensieren. Bei den betrieblichen Aufwendungen sticht der auf 5,40 Mio. € (VJ: 4,86 Mio. €) gestiegene Personalaufwand hervor, in dem sich die Zahlung einer Inflationsausgleichsprämie sowie allgemeine Gehaltssteigerungen widerspiegeln. Darüber hinaus hat sich die Anzahl der Vollzeitkräfte leicht erhöht.

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

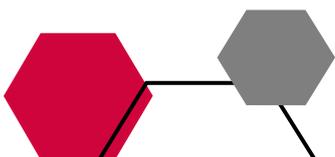


Quelle: ISA AG; GBC AG; *GJ 2020/21 bereinigt um Kosten des Börsengangs in Höhe von 0,49 Mio. € (GJ 2019/20: 0,21 Mio. €)

Darüber hinaus ist zu erwähnen, dass ab Juli 2023 mit dem vollständigen Erwerb des Ziegeleigeländes Mietaufwendungen in Höhe von 0,26 Mio. € p.a. eingespart werden können. Dies führte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023/24 zu einem leichten Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 1,08 Mio. € (VJ: 1,14 Mio. €).

Seitdem das Ziegeleigelande vollständig im Besitz der ISA ist, wird es gemäß HGB-Rechnungslegung planmäßig abgeschrieben, so dass sich die Abschreibungen erwartungsgemäß auf 0,41 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €) erhöht haben. Gleichzeitig wurde für die Akquisition Fremdkapital zur Zwischenfinanzierung aufgenommen, was zu einem entsprechenden Anstieg der Zinsaufwendungen auf 0,06 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) führte. Diese befinden sich jedoch weiterhin auf niedrigem Niveau.

Aufgrund der Gemeinnützigkeit fallen keine operativen Steueraufwendungen an, so dass das Ergebnis nach Steuern aufgrund der geringen Finanzaufwendungen sehr nahe am EBIT liegt. Der Periodenüberschuss in Höhe von 0,19 Mio. € (VJ: 0,17 Mio. €) partizipiert somit an der insgesamt positiven Geschäftsentwicklung der ISA. In unserer bisherigen Studie (siehe Studie vom 29.07.2024) hatten wir ein Ergebnis nach Steuern von 0,19 Mio. € prognostiziert, was einer Punktlandung entspricht.



Vermögenslage zum 31.08.2024

in Mio. €	31.08.20	31.08.21	31.08.22	31.08.23	31.08.24
Bilanzsumme	7,76	9,06	9,25	10,28	10,71
Eigenkapital	3,80	5,16	5,32	5,49	5,68
EK-Quote	49,0%	57,0%	57,5%	53,4%	53,0%
Zinstragende Verb.	0,74	0,60	0,61	1,29	1,02
Liquide Mittel*	4,39	5,82	5,94	3,59	3,28
Sachanlagen	3,05	3,00	2,93	6,17	6,89

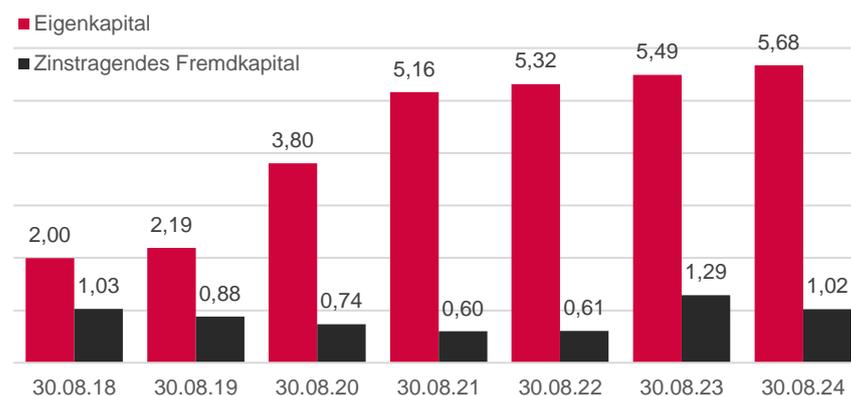
Quelle: ISA AG; GBC AG; *inkl. Wertpapiere

Bilanzkennzahlen zum 31.08.2024

Auch zum 31.08.2024 hat sich an dem grundsätzlich soliden Bilanzbild der ISA nichts geändert. Unverändert wird die Bilanz auf der Passivseite vom Eigenkapital in Höhe von 5,68 Mio. € (31.08.23: 5,49 Mio. €) dominiert, was einer nahezu unveränderten Eigenkapitalquote von 53,0 % (31.08.23: 53,4 %) entspricht. Der Anstieg des Eigenkapitals ist auf das positive Ergebnis nach Steuern in Höhe von 0,19 Mio. € zurückzuführen.

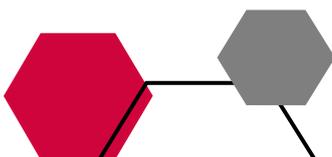
Der Anteil des Fremdkapitals an der Bilanzsumme beträgt 47,0 % (31.08.23: 46,6 %), wobei es sich nur zu einem geringen Teil um verzinsliche Verbindlichkeiten handelt. Die im Vorjahr durch den vollständigen Erwerb des Ziegeleigeländes angestiegenen Bankverbindlichkeiten wurden im Geschäftsjahr 2023/2024 weitestgehend auf 0,28 Mio. € (31.08.23: 1,05 Mio. €) zurückgeführt. Obwohl weitere Mittel aus der Unternehmensanleihe platziert wurden, reduzierten sich die verzinslichen Verbindlichkeiten insgesamt auf 1,02 Mio. € (31.08.23: 1,29 Mio. €). Den größten Anteil am Fremdkapital haben die Rechnungsabgrenzungsposten mit 3,61 Mio. € (31.08.23: 3,10 Mio. €). Darin enthalten sind im Voraus erhaltene Schulgelder und öffentliche Zuschüsse, so dass diese Bilanzposition Working-Capital-Charakter hat.

Eigenkapital und zinstragende Verbindlichkeiten (in Mio. €)



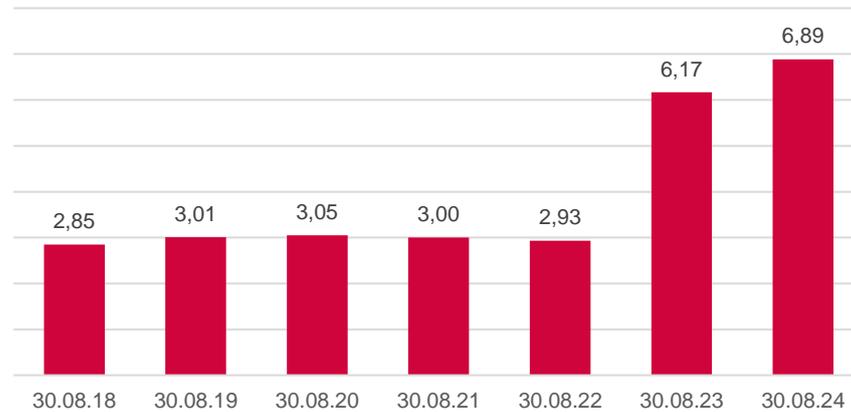
Quelle: ISA AG; GBC AG

Die langfristige Darstellung zeigt die zunehmende Diskrepanz zwischen Eigenkapital und zinstragenden Verbindlichkeiten. Noch zum Ende des Geschäftsjahres 2016/2017 überstiegen die Bankverbindlichkeiten das Eigenkapital. Seitdem haben die kontinuierliche Tilgung von Krediten, die Gewinnthesaurierung sowie die in den Geschäftsjahren 2019/2020 und 2020/2021 durchgeführten Kapitalerhöhungen zu einer deutlich solideren Bilanzstruktur geführt.



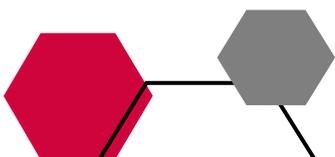
Auf der Aktivseite führte der vollständige Erwerb des Ziegeleigeländes bereits zum Ende des Geschäftsjahres 2022/2023 zu einem Anstieg des Sachanlagevermögens. Dieses hat sich zum 31.08.2024 trotz planmäßiger Abschreibungen weiter auf 6,89 Mio. € (31.03.23: 6,17 Mio. €) erhöht. Planungs- und Bauvorbereitungskosten für den Campusneubau in Höhe von 1,28 Mio. € wurden aktiviert und trugen entsprechend zu diesem Anstieg bei.

Entwicklung des Sachanlagevermögens (in Mio. €)



Quelle: ISA AG; GBC AG

Im Gegensatz zu den angefallenen Vorlaufkosten für den neuen Campus und der Rückführung von Bankverbindlichkeiten haben sich die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) nur leicht auf 3,28 Mio. € (31.12.23: 3,59 Mio. €) verringert. Dies ist zum einen auf den positiven operativen Cashflow zurückzuführen. Zum anderen fließen der Gesellschaft neue Mittel aus der Aufstockung der Unternehmensanleihe sowie aus der Erhöhung der Anzahlungen auf Darlehen zu.



PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

In Mio. €	23/24	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e
Umsatzerlöse	7,31	8,06	8,43	8,93	9,90	10,56	11,94	12,18	12,42
EBITDA	0,63	0,70	0,82	0,95	1,20	1,35	1,47	1,50	1,53
JÜ	0,19	0,23	0,25	0,25	0,10	0,29	0,44	0,51	0,57

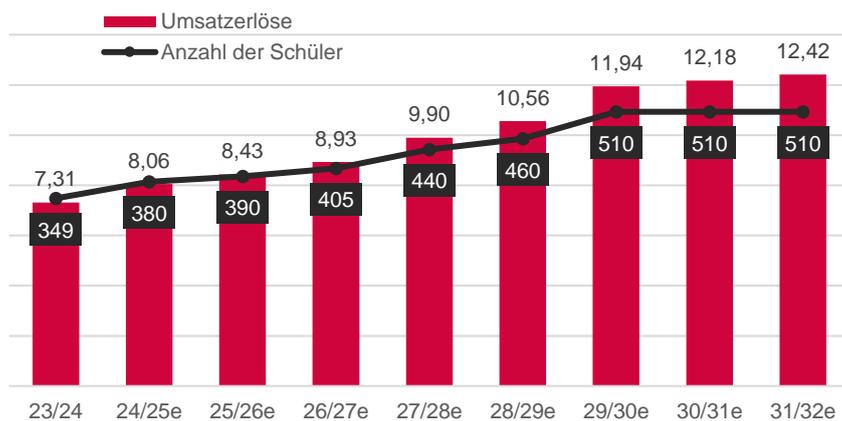
Quelle: GBC AG

Aufgrund des engen Zusammenhangs zwischen Einnahmen und Schülerzahlen bildet unser Planszenario zur zukünftigen Entwicklung der Schülerzahlen die Grundlage für die folgenden Prognosen. Daraus leiten wir zum einen die möglichen Schulgeldeinnahmen sowie die staatlichen Zuschüsse ab, zum anderen unterstellen wir auf Basis der Schülerzahlen eine bestimmte Schüler-Lehrer-Relation. Daraus ergeben sich auch Prognosen über die Anzahl der zukünftig benötigten Lehrer und damit über den größten Kostenblock der Gesellschaft, die Personalkosten.

Umsatzprognose 2024/2025 – 2031/2032

Die Entwicklung des laufenden und der beiden folgenden Schul- bzw. Geschäftsjahre wird zunächst noch von den bestehenden Kapazitätsengpässen geprägt sein. Zwar ist geplant, die Kapazitäten bis zum Umzug auf den neuen Campus durch den Einsatz von Schulcontainern als Klassenraumersatz zu erhöhen, ein sprunghafter Anstieg der Schülerzahlen ist jedoch erst ab dem Bezug des neuen Campus in Gersthofen zu erwarten. Grundlage für den erwarteten Anstieg ist die aus unserer Sicht hohe Nachfrage nach Schulplätzen an der ISA, die sowohl aus dem Inland kommt als auch durch die Mobilität internationaler Arbeitskräfte geprägt ist. Für das laufende Schuljahr 24/25e rechnen wir mit 380 eingeschriebenen Schülern. Bis zum Bezug des neuen Campus, der dann während des Schuljahres 2027/28 erfolgen soll, gehen wir von einem Anstieg auf 405 aus. Erst am neuen Campus sollte dieser Wert sukzessive und nachhaltig ansteigen:

Prognostizierte Anzahl der Schüler und der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Parallel zu dem von uns unterstellten Anstieg der Schülerzahlen gehen wir von einem sukzessiven Anstieg der Gesamteinnahmen aus. Konservativ rechnen wir im Prognosezeitraum mit einer jährlichen Schulgelderhöhung von 2,0 %, was dem langfristigen Inflationsziel der EZB entspricht. Bei einer höheren Inflationsrate, wie sie derzeit zu beobachten ist, kann die ISA auch höhere Steigerungen

durchsetzen. Für die Jahrgangsstufen 1 bis 9 müssen Schulgelderhöhungen genehmigt werden. Für die Schuljahre 10 bis 12 kann die ISA die Höhe des Schulgeldes frei festlegen. Auch hier gehen wir konservativ vor und rechnen nur mit einer Erhöhung in Höhe der Zielinflationsrate. Nach unserer Einschätzung wird sich der Umsatztrend der vergangenen Geschäftsjahre fortsetzen und wir erwarten für die kommenden Geschäftsjahre jeweils neue Rekordwerte. Mit dem Bezug des neuen Campus sollten im Planungszeitraum erstmals Umsätze im zweistelligen Millionenbereich erreicht werden.

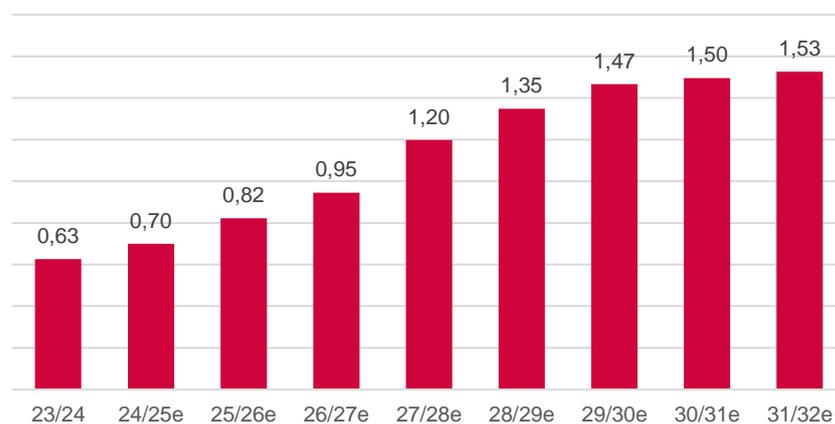
Unsere Prognosen enthalten keine möglichen Steigerungen staatlicher Förderzuschüsse, die bei einem geplanten Schulstatuswechsel zu einem erheblichen Anstieg der Gesamteinnahmen führen würden. Nach externen Berechnungen könnte der dann neue Grundschulstatus für die Jahrgangsstufen 1 bis 4 und der Ergänzungsschulstatus für die Jahrgangsstufen 5 bis 12 zusätzliche Zuschüsse von mehr als 2 Mio. € pro Jahr bringen. Dies würde die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft erheblich verbessern, insbesondere im Hinblick auf die anstehenden Investitionen im Zusammenhang mit dem Umzug auf den neuen Campus.

Ergebnisprognose 2024/2025 – 2031/2032

Die notwendige Aufstockung des Lehrpersonals sowie des Verwaltungspersonals wird voraussichtlich mit einem Anstieg der Personalkosten einhergehen. Bei den Personalkosten rechnen wir neben dem Anstieg durch die Aufstockung des ISA-Personals auch mit einem Anstieg des Lohnniveaus, der sich sowohl bei den Lehrergehältern als auch bei den Gehältern des Verwaltungspersonals niederschlagen dürfte.

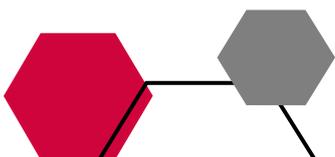
Daher dürfte das EBITDA zwar tendenziell steigen, in absoluten Zahlen jedoch ein großer Teil des Umsatzwachstums durch den Anstieg der Personalkosten aufgezehrt werden:

Prognose EBITDA (in Mio. €)



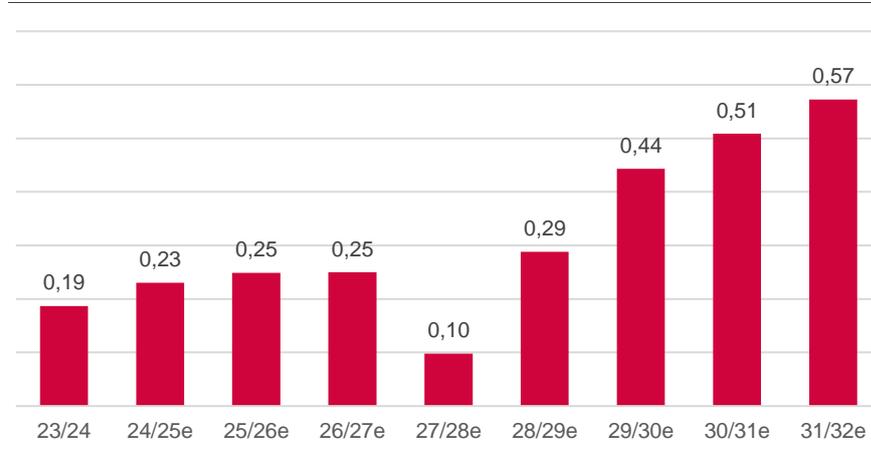
Quelle: GBC AG

Bilanziell wird der Umzug auf den neuen Campus zwei wesentliche Effekte haben. Zum einen wird sich das Anlagevermögen erhöhen und damit auch die Abschreibungen in der Gewinn- und Verlustrechnung. Da der Finanzierungsmix des neuen Campus teilweise Bankverbindlichkeiten enthält, wird sich auch das verzinsliche Fremdkapital und damit der Zinsaufwand erhöhen. Dies hat zur Folge, dass bereits während der Bauphase und damit vor Bezug des neuen Campus mit erhöhten Aufwendungen unterhalb des EBITDA zu rechnen ist. Das Ergebnis nach Steuern



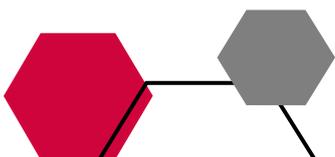
wird daher nach unserer Einschätzung zunächst nicht dem EBITDA folgen, sondern erst im eingeschwungenen Zustand nach dem Umzug auf den neuen Campus.

Prognose des Periodenergebnisses (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Unsere Prognose für das laufende Geschäftsjahr liegt im Rahmen der am 07.04.2025 veröffentlichten Guidance, die auf Basis der gestiegenen Schüleranzahl und der vorläufigen Zahlen für das erste Halbjahr eine Steigerung des Betriebsergebnisses um 15 % bis 19 % und des Jahresergebnisses um 20 % bis 25 % vorsieht.



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 2024/2025e bis 2031/2032e und damit auch einen Teil der Schuljahre im geplanten neuen Gebäude. Die nachhaltig erreichbare EBITDA-Marge liegt unseren Prognosen gemäß bei 12,3 % und die Ziel-EBITA-Marge liegt bei 7,5 %. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

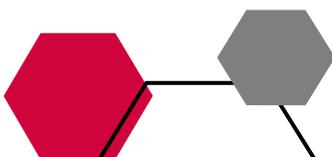
Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der International School Augsburg – ISA-gemeinnützige AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu 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 2,50 % (bisher: 2,50 %).

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 6,08 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,24 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des adjustierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 19,50 €. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



DCF MODELL

Phase	estimate								TV
	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	
Umsatz	8,06	8,43	8,93	9,90	10,56	11,94	12,18	12,42	
Umsatzwachstum	10,1%	4,7%	5,9%	10,8%	6,6%	13,1%	2,0%	2,0%	3,0%
EBITDA	0,70	0,82	0,95	1,20	1,35	1,47	1,50	1,53	
EBITDA-Marge	8,7%	9,7%	10,6%	12,1%	12,8%	12,3%	12,3%	12,3%	
EBITA	0,32	0,47	0,62	0,50	0,68	0,82	0,88	0,93	
EBITA-Marge	4,0%	5,6%	6,9%	5,0%	6,4%	6,9%	7,2%	7,5%	7,5%
NOPLAT	0,32	0,47	0,62	0,50	0,68	0,82	0,88	0,93	
Working Capital (WC)	-0,18	-0,19	-0,20	-0,22	-0,23	-0,26	-0,27	-0,27	
Anlagevermögen (OAV)	6,48	12,32	21,97	24,14	23,44	22,77	22,12	21,51	
Investiertes Kapital	6,30	12,13	21,77	23,92	23,21	22,50	21,85	21,23	
Kapitalrendite	4,7%	7,5%	5,1%	2,3%	2,8%	3,5%	3,9%	4,3%	4,5%
EBITDA	0,70	0,82	0,95	1,20	1,35	1,47	1,50	1,53	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Veränderung OAV	0,16	-6,19	-9,97	-2,88	0,03	0,03	0,03	0,03	
Veränderung WC	-0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,03	0,01	0,01	
Verkaufserlös Schulgebäude	0,00	0,00	0,00	7,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,85	-5,36	-9,02	5,34	1,39	1,52	1,53	1,56	14,42

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	0,65
Eigenkapitalkosten	6,08%
Zielgewichtung	75,00%
Fremdkapitalkosten	2,75%
Zielgewichtung	25,00%
Taxshield	0,00%
WACC	5,24%

Ermittlung fairer Wert		24/25e	25/26e
Wert operatives Geschäft		5,96	11,64
Barwert expliziter FCFs		-4,13	1,02
Barwert Continuing Value		10,09	10,62
Nettoschulden		-3,10	2,26
Wert des Eigenkapitals		9,07	9,38
Fremde Gewinnanteile		0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals		9,07	9,38
Ausstehende Aktien in Mio.		0,47	0,47
Fairer Wert der Aktie in €		19,50	20,17

Sensitivitätsanalyse

	WACC					
	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	
Kapitalrendite	4,3%	18,77	17,66	16,65	15,73	14,88
	4,4%	20,35	19,16	18,07	17,08	16,17
	4,5%	21,94	20,66	19,50	18,43	17,46
	4,6%	23,52	22,16	20,92	19,79	18,75
	4,7%	25,10	23,66	22,34	21,14	20,04

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

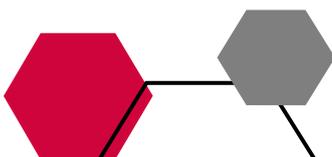
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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: <https://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.

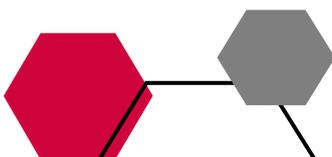
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 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
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

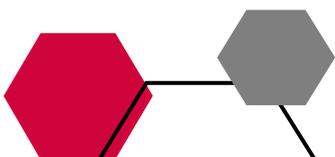
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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