

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 19,75 €
(bisher: 19,75 €)

aktueller Kurs: 8,45
29.07.24 / MUC / 08:16 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:
ISIN: DE000A2AA1Q5
WKN: A2AA1Q
Börsenkürzel: 9JK
Aktienanzahl³: 0,47 Mio.
Marketcap³: 4,14
EnterpriseValue³: 2,51

Transparenzlevel:
m:access
Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.08.

Unternehmensprofil

Branche: Bildung

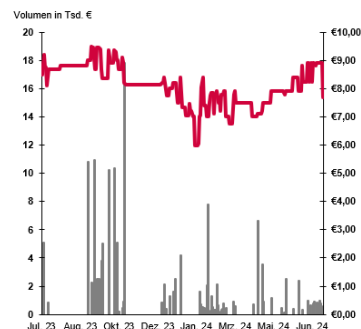
Fokus: Betrieb einer internationalen Schule

Mitarbeiter: 89 Stand: 31.08.2023

Gründung: 2005

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.

GuV in Mio. €	22/23	23/24e	24/25e	22/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e
Umsatz	6,77	7,37	8,21	8,37	8,51	9,76	10,38	11,70	11,89
EBITDA	0,51	0,61	0,77	0,78	0,74	0,99	1,06	1,21	1,22
EBIT	0,15	0,20	0,31	0,36	0,36	0,37	0,48	0,66	0,70
JÜ	0,17	0,19	0,20	0,20	0,15	0,15	0,27	0,45	0,49

Kennzahlen in €

Gewinn je Aktie	0,37	0,41	0,42	0,44	0,32	0,33	0,58	0,97	1,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,37	0,34	0,31	0,30	0,30	0,26	0,24	0,21	0,21
EV/EBITDA	4,92	4,11	3,26	3,23	3,39	2,54	2,36	2,08	2,06
EV/EBIT	16,60	12,29	8,07	7,02	7,05	6,73	5,18	3,80	3,58
KGV	23,89	21,46	21,11	20,42	28,07	26,80	15,31	9,17	8,38

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

22.02.2024: RS / 19,75 / KAUFEN

03.07.2023: RS / 19,50 / KAUFEN

07.07.2022: RS / 21,15 / KAUFEN

17.05.2022: RS / 21,15 / 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 x

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 29.07.2024 (10:45 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 30.07.2024 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

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

1.HJ 2023/2024: Positive Geschäftsentwicklung setzt sich zum Halbjahr fort; Nachfrage nach ISA-Schulplätzen ungebrochen hoch; Zahl der Schülerinnen und Schüler mit 362 auf Höchststand; Prognose und Kursziel bestätigt

in Mio. €	1.HJ 20/21	1.HJ 21/22	1.HJ 22/23	1.HJ 23/24
Rohergebnis	3,13	3,38	3,34	3,58
EBITDA	0,19	0,51	0,30	0,30
Periodenergebnis	-0,01	0,34	0,13	0,09

Quelle: ISA gAG, GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2023/2024

Die International School Augsburg gemeinnützige AG (kurz: ISA gAG) berichtet im Rahmen der Halbjahresberichterstattung über die Entwicklung des Rohertrags, der sich aus den Umsatzerlösen, den sonstigen Erträgen sowie dem Materialaufwand zusammensetzt. Da sowohl der Materialaufwand als auch die sonstigen Erträge absolut betrachtet nur eine untergeordnete Rolle spielen, entspricht das Rohergebnis weitestgehend den Umsatzerlösen. Diese wiederum setzen sich im Wesentlichen aus Schulgeldeinnahmen und Zuschüssen zusammen und geben somit unmittelbar Auskunft über den Umfang des Schulbetriebs.

Zum Halbjahr 2023/2024 spiegelt sich eine positive Umsatz- respektive Geschäftsentwicklung wider. Demzufolge hat die ISA gAG in den ersten sechs Monaten des laufenden Schuljahres 2023/2024 das Rohergebnis um 0,24 Mio. € auf 3,58 Mio. € (VJ: 3,34 Mio. €) gesteigert, was einem Anstieg um 7,2% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum entspricht. Diese Steigerung ist im Wesentlichen auf gestiegene Schulgeldeinnahmen sowie Zuschüsse zurückzuführen. Zum 29.02.2024 waren insgesamt 362 Schülerinnen und Schüler eingeschrieben, was gegenüber dem Schuljahresbeginn Neueinschreibungen von 12 Schülerinnen und Schülern und insgesamt einem neuen Höchstwert in Bezug auf die Schülerzahl entspricht.

Die neue Rekordmarke stellt einen wichtigen Meilenstein in der Schulgeschichte der ISA dar und ist ein Ausdruck für das große Interesse am Schulkonzept. Neben dem hohen Niveau an bereits vergebenen Schulplätzen sind die Anfragen nach Schulplätzen Unternehmensangaben zufolge bereits zum Halbjahr 60% über Vorjahresniveau. Auf dieser Grundlage wurde die positive Geschäftsentwicklung des Vorjahres fortgesetzt.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023/2024

Das Kostenbild der ISA gAG wird vom Personalaufwand dominiert. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um die Gehälter der Lehrenden und des Verwaltungspersonals. Die Personalkosten sind im Vergleich zum Vorjahr um 0,28 Mio. € bzw. um 11,4 % auf 2,73 Mio. € (Vorjahr: 2,45 Mio. €) gestiegen, was einem im Vergleich zur Rohertragssteigerung einem überproportionalen Anstieg entspricht.

Damit liegt das EBITDA, trotz des Anstiegs des Rohergebnisses mit 0,30 Mio. € (Vorjahr: 0,30 Mio. €) exakt auf Vorjahresniveau. Grundsätzlich weist die ISA gAG aber eine solide Ergebnisentwicklung auf. Abzulesen ist dies am EBITDA der vergangenen Halbjahre, welches in einer engen Bandbreite zwischen 0,19 Mio. € und 0,51 Mio. € lag.

Die Differenz zwischen EBITDA und Jahresüberschuss setzt sich bei der ISA typischerweise aus den Abschreibungen und dem Finanzergebnis zusammen, während der Steueraufwand, entsprechend der Gemeinnützigkeit, keine Rolle spielt. Sowohl die

Abschreibungen als auch das Finanzergebnis sind im Wesentlichen auf das im Eigentum der ISA stehende Schulgebäude zurückzuführen. Die Abschreibungen erhöhten sich zum Halbjahr auf nunmehr 0,20 Mio. € (Vorjahr 0,18 Mio. €). Analog zum Anstieg der Abschreibungen auf das Immobilienvermögen erhöhten sich die Finanzaufwendungen aufgrund der Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital zur Zwischenfinanzierung des erworbenen Ziegeleigeländes. Die Finanzaufwendungen stiegen dementsprechend auf 0,03 Mio. € (Vorjahr: 0,01 Mio. €), dennoch befinden sich die FK-Kosten aufgrund der soliden Eigenkapitalausstattung der ISA auf einem niedrigen Niveau. Die erhöhten Abschreibungen sowie Finanzaufwendungen führten letztendlich zu einem leichten Rückgang des Periodenergebnisses auf 0,09 Mio. € (Vorjahr: 0,13 Mio. €).

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 22/23	GJ23/24e	GJ 24/25e	GJ25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e	GJ 29/30e	GJ 30/31e
Umsatzerlöse	6,77	7,37	8,21	8,37	8,51	9,76	10,38	11,70	11,89
EBITDA	0,51	0,61	0,77	0,78	0,74	0,99	1,06	1,21	1,22
JÜ	0,17	0,19	0,20	0,20	0,15	0,15	0,27	0,45	0,49

Quelle: ISA gAG; GBC AG

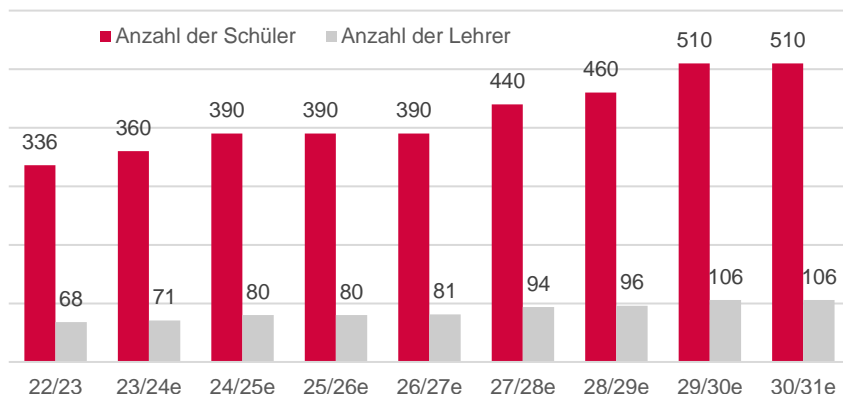
Aufgrund des positiven unterjährigen Geschäftsverlaufs im Zuge der gestiegenen Schüler- und Schülerinnenzahl erwartet das Management der ISA gAG weiterhin ein Betriebs- und Jahresergebnis auf oder leicht über dem des Vorjahres. Dementsprechend wurden unsere Prognoseannahmen bestätigt und wir lassen unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen (siehe Annostudie vom 22.02.2024) auch aufgrund des positiven Geschäftsverlaufs im ersten Halbjahr unverändert.

Im Zuge der seit mehreren Schuljahren ausgeschöpften Kapazitäten und des möglichen Sanierungsbedarfs am jetzigen Standort ist ein neuer Schulcampus seit mehreren Jahren in Planung. Standort für den neuen Schulcampus ist ein ca. 18.000 m² großes Grundstück in Gersthofen, auf dem sich derzeit das Paul-Klee-Gymnasium befindet. Nach den Planungen der ISA gAG ist der Baubeginn für das Jahr 2025 vorgesehen. Die Bauzeit wird derzeit mit 24 Monaten veranschlagt. Ein Einzug in den neuen Schulcampus wäre planmäßig ab 2027 möglich, so dass das Schuljahr 2027/28 das erste Schuljahr am neuen Standort sein könnte. Mit Beginn des Einzugs in den neuen Schulcampus wird die Gesellschaft in der Lage sein, der hohen Nachfrage nach Schulplätzen an der ISA gerecht zu werden und die Schülerkapazität deutlich zu erhöhen.

Zur Herleitung der zukünftigen Geschäftsentwicklung haben wir für den konkreten Prognosezeitraum (2023/24 bis 2030/31) die Entwicklung der Schülerzahlen an der ISA prognostiziert. Für das aktuelle Schuljahr gehen wir von einer Schülerzahl von 360 (Vorjahr 336) aus. Diese Annahme wurde bereits übertroffen, da die ISA bereits zum Halbjahr einen neuen Höchstwert bei den Schülerzahlen in Höhe von 362 verzeichnen konnte. Diese positive Entwicklung könnte im Hinblick einen weiterhin positiven Verlauf im zweiten Halbjahr zu einer Übererfüllung unserer Schätzungen führen, dies dürfte jedoch keinen nennenswerten Umsatz- und Ergebniseffekt haben.

Für die Folgejahre gehen wir weiterhin von einer Erhöhung der Schulplatzkapazitäten in der Übergangsphase zwischen Bau- und Umzugsphase aus. Dies vor dem Hintergrund einer temporären Kapazitätserweiterung durch Schulcontainer bzw. anderweitigen Ausgestaltung der vorhandenen Raumressourcen. Dementsprechend erwarten wir, dass die ISA eine zusätzliche Kapazität von 40 bis 50 Schülern schaffen kann, um die hohe Nachfrage nach Schulplätzen kurzfristig bis zum Umzug in den neuen Schulcampus decken zu können. Ab dem Schuljahr 2024/25 rechnen wir mit einem Anstieg auf 390 Schüler. Bis zum Umzug im GJ 2027/28 in den neuen Schulcampus wird mit einer konstanten Schüleranzahl gerechnet.

Prognostizierte Anzahl der Schüler und Lehrer

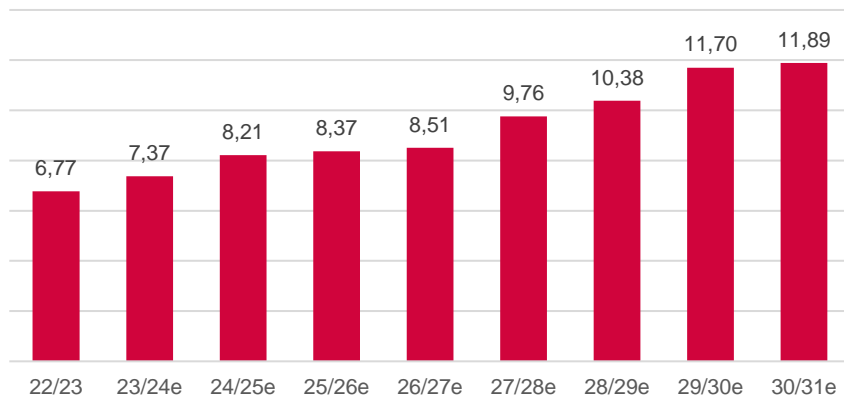


Quelle: GBCe

Eine schrittweise Aufstockung der Schülerzahl auf 440 Schüler soll mit Beginn des Einzugs bereits im Schuljahr 2027/28 erfolgen. In der Langfristbetrachtung gehen wir von einem stetigen Ausbau der Kapazitäten bis zu einer Maximalauslastung von rund 510 Schülerinnen und Schüler im letzten konkreten Schätzjahr 2030/31 aus.

Basierend auf den Annahmen zur Schülerzahlentwicklung gehen wir für die nächsten drei Geschäftsjahre weiterhin von einem Anstieg des durchschnittlichen Schulgeldes um rund 3,5 % aus und rechnen mittelfristig mit jährlichen Erhöhungen von 2,0 %. Für das laufende Schuljahr 2023/24 prognostizieren wir dementsprechend einen Gesamtumsatz in Höhe von 7,37 Mio. € (Vorjahr: 6,77 Mio. €). Für die beiden folgenden Schuljahre erwarten wir durch die temporäre Kapazitätserweiterung in Form von Schulcontainern eine weitere Umsatzsteigerung auf 8,21 Mio. € bzw. 8,37 Mio. €.

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



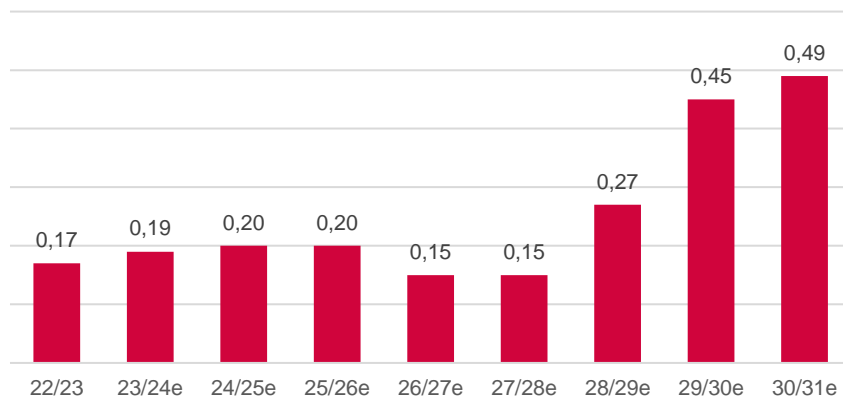
Quelle: GBCe

Langfristig betrachtet sehen wir den Umzug in den neuen Schulcampus als Wachstumshebel durch die erhöhte Ausweitung der Schülerkapazitäten und dadurch höhere Einnahmen aus Schulgeldern und Zuschüssen. Dementsprechend rechnen wir langfristig mit einem Umsatzanstieg auf 11,89 Mio. € im letzten konkreten Schätzjahr 2030/31e.

Gleichzeitig unterstellen wir einen Anstieg der Personalkosten, welche den größten Kostenblock der ISA darstellt. Dementsprechend erwarten wir sowohl bei den Lehrergehältern als auch im Verwaltungsbereich Gehaltssteigerungen zwischen 5 % und 6 %, die das Umsatzwachstum fast vollständig aufzehren würden.

Dennoch gehen wir für die kommenden Schuljahre von einer tendenziellen Ergebnisverbesserung aus. Dies hängt im Wesentlichen mit dem strategisch orientierten Erwerb des Ziegeleigeländes zusammen. Dieser führt zu einer deutlichen Entlastung der Betriebskosten durch Einsparung der Miete in Höhe von 0,26 Mio. € p.a. Dieser positive Kosteneinspareffekt bei den OPEX der ISA wird erstmals ab dem laufenden Geschäftsjahr 2023/24 voll wirksam. Darüber hinaus werden Skaleneffekte im Verwaltungsbereich erwartet.

Prognose Jahresergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBCe

Ab dem Geschäftsjahr 2025/26 dürfte die ISA gAG zudem erste Arbeiten am neuen Standort aufnehmen, was mit entsprechenden Aufwendungen im Rahmen der Fremdkapitalaufnahme einhergeht. Daher rechnen wir bis zum Bezug des neuen Standorts in den Geschäftsjahren 2026/27 sowie 2027/28 tendenziell mit einem leicht rückläufigen Jahresüberschuss. Ab dem Geschäftsjahr 2028/2029 erwarten wir aufgrund geringerer Abschreibungen bzw. geringerer FK-Aufwendungen wieder einen Anstieg des Jahresüberschusses. Konkret gehen wir in den nächsten drei Geschäftsjahren von einem positiven Jahresergebnis in einer Prognosebandbreite von 0,19 Mio. € bis 0,20 Mio. € aus. Im letzten konkreten Schätzjahr GJ2030/31e erwarten wir aufgrund der zusätzlichen Studienplatzkapazitäten des neuen Campus einen Anstieg auf über 500 Studierende und damit einen Anstieg des Jahresergebnisses auf 0,49 Mio. Insgesamt wird deutlich, dass der Umzug in den neuen Schulcampus unter den getroffenen Prognoseannahmen sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig der entscheidende Wachstumshebel für die ISA gAG sein wird.

Bewertung

Bewertung als gAG

Zwar darf die ISA gAG als gemeinnützige Aktiengesellschaft eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgen, aufgrund der Gemeinnützigkeit muss die ISA gAG 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 bringt. 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 ISA gAG wurde von uns mittels eines zweistufigen DCF-Modells bewertet. Die konkrete Prognoseplanung umfasst dabei die Schuljahre 2023/2024e bis 2030/2031e und damit auch einen Teil der Schuljahre im geplanten neuen Gebäude. Die nachhaltig erreichbare EBITDA-Marge liegt unseren Prognosen gemäß bei 10,2 % und die Ziel-EBITA-Marge bei 5,9 %. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der ISA gAG 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 Basis-punkte 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 5,21 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,60 % (bisher: 4,60 %).

Bewertungsergebnis

Analog zur Bestätigung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir im Rahmen unserer DCF-Bewertungsmodells auch unser Kursziel in Höhe von 19,75 € beibehalten. Beim derzeitigen Kursniveau in Höhe von 8,45 € liegt ein attraktives Upside-Potenzial vor. 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	3,0%
ewige EBITA - Marge	5,9%
effektive Steuerquote im Endwert	0,0%

zweistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate								final End- wert
	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz (US)	7,37	8,21	8,37	8,51	9,76	10,38	11,70	11,89	
US Veränderung	8,9%	11,4%	2,0%	1,7%	14,7%	6,3%	12,7%	1,7%	3,0%
US zu OAV	1,27	1,52	0,85	0,53	0,57	0,62	0,73	0,77	
EBITDA	0,61	0,77	0,78	0,74	0,99	1,06	1,21	1,22	
EBITDA-Marge	8,3%	9,4%	9,3%	8,7%	10,1%	10,3%	10,3%	10,2%	
EBITA	0,20	0,31	0,36	0,36	0,37	0,48	0,66	0,70	
EBITA-Marge	2,8%	3,8%	4,3%	4,2%	3,8%	4,7%	5,7%	5,9%	5,9%
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)	0,20	0,31	0,36	0,36	0,37	0,48	0,66	0,70	
Kapitalrendite	3,4%	5,5%	6,9%	3,7%	2,4%	2,8%	4,0%	4,4%	4,7%
Working Capital (WC)	-0,17	-0,19	-0,19	-0,19	-0,22	-0,23	-0,26	-0,27	
WC zu Umsatz	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	
Investitionen in WC	0,05	0,02	0,00	0,00	0,03	0,01	0,03	0,00	
Operatives Vermögen (OAV)	5,81	5,40	9,86	16,01	17,26	16,65	16,07	15,52	
AFA auf OAV	-0,41	-0,46	-0,42	-0,38	-0,61	-0,58	-0,55	-0,52	
AFA zu OAV	7,0%	8,5%	4,3%	2,4%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	
Investitionen in OAV	-0,01	-0,05	-4,88	-6,53	-1,87	0,04	0,03	0,03	
Investiertes Kapital	5,64	5,22	9,67	15,81	17,04	16,41	15,80	15,25	
EBITDA	0,61	0,77	0,78	0,74	0,99	1,06	1,21	1,22	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen gesamt	0,04	-0,03	-4,88	-6,52	-1,84	0,05	0,06	0,03	
Investitionen in OAV	-0,01	-0,05	-4,88	-6,53	-1,87	0,04	0,03	0,03	
Investitionen in WC	0,05	0,02	0,00	0,00	0,03	0,01	0,03	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,65	0,74	-4,10	-5,78	-0,85	1,11	1,27	1,25	16,43

Wert operatives Geschäft	5,96	5,49
Barwert expliziter FCFs	-6,04	-7,05
Barwert des Continuing Value	11,99	12,54
Nettoschulden (Net debt)	-2,95	-3,69
Wert des Eigenkapitals	8,91	9,18
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	8,91	9,18
Ausstehende Aktien in Mio.	0,47	0,47
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,16	19,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,49
Eigenkapitalkosten	5,2%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	0,0%
WACC	4,6%

Kapitalrendite	WACC				
	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
4,5%	20,34	18,35	16,61	15,07	13,71
4,6%	22,15	20,03	18,18	16,54	15,09
4,7%	23,97	21,72	19,75	18,01	16,47
4,8%	25,79	23,40	21,32	19,48	17,85
4,9%	27,60	25,09	22,89	20,95	19,23

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Schaffer; 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