

IPO-Basisstudie

Analyst
Dr. Roger Becker, CEFA
+49 69 71 91 838-46
roger.becker@bankm.de

Bewertungsfazit

**EMISSIONSPREIS DURCH INNEREN
WERT LANGFRISTIG GEDECKT
- 6J.- IRR VON 13,4% -**

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

Impact Investing - Erste Bildungsaktie in Europa

Die 2005 gegründete Internationale Schule Augsburg gAG (ISA) ist eine private Schuleinrichtung mit einem zertifizierten, internationalen Bildungskonzept. Mit der Errichtung eines neuen Schulcampus plant die ISA den **Ausbau ihrer Kapazitäten und ihres Bildungsangebots**, um so dem wachsenden Bedarf durch zunehmende Schülerzahlen gerecht zu werden. Bereits jetzt stößt die Schule mit aktuell 325 Schülern an ihre Kapazitätsgrenzen; mit dem Neubau, der planmäßig ab dem Schuljahr 2025/26 in Betrieb genommen werden soll, wird sich die Gesamtkapazität um etwa 40% auf dann ca. 500 Schüler erhöhen.

Mit ihrem pädagogischen Angebot deckt die ISA den gesamten Bereich der Vorschule sowie die Schuljahrgänge 1-12 ab. Das international ausgerichtete Bildungskonzept wendet sich hauptsächlich an Eltern, die für in der Region ansässige, global operierende Unternehmen tätig sind und für ihre Kinder eine **qualitativ hochwertige, englischsprachige Schulausbildung** wünschen. Der hohe Standard äußert sich nicht zuletzt im **hohen Digitalisierungsgrad**, der es beispielsweise in der Pandemiephase erlaubte, einen unterbrechungsfreien, zeitweise volligitalen Unterricht durchzuführen - im Vergleich zur Situation in vielen staatlichen Schuleinrichtungen in unseren Augen eine vorbildliche Leistung.

Der Industriestandort Augsburg rangiert im Gesamtindex des Städterankings u.a. mit den Parametern demografische, ökonomische und Standortentwicklung unter den TOP 10 (HWWI/Berenberg-Städteranking, 2019). Der Wirtschaftsraum „Augsburg A³“ ist führend in vielen Technologiebereichen. Jüngste Ankündigungen des bayrischen Wirtschaftsministeriums lassen für die Region intensive Förderungen von Unternehmen im Hochtechnologiesektor erwarten. Die zunehmende **Attraktivität des Technologiestandorts** dürfte weitere internationale Fach- und Führungskräfte anziehen, einhergehend mit einem **steigenden Bedarf** am Angebot einer internationalen Schule.

Die benötigten finanziellen Mittel für den geplanten Schulcampus i.H.v. € 32 Mio. sollen durch vorhandene Eigenmittel (ca. € 3 Mio.), den Nettoemissionserlös aus dem IPO (ca. € 7 Mio.), öffentliche Fördermittel (€ 16 Mio.) sowie durch Fremdkapital (€ 6 Mio.) bereitgestellt werden.

Ein Investment in die erste europäische Bildungsaktie steht unter dem Vorzeichen der sozialen Verantwortlichkeit gemäß den SDG-Zielen der UN (UN Development Agency: Sustainable Development Goals). Jüngst wurde die ISA als erste Schule unter den Top 100 der innovativsten Unternehmen 2021 ausgezeichnet.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	Netto- ergebnis	EPS (€)	EBITDA- Marge	Netto- Marge
2018/19a	6,11	0,42	0,12	0,11	0,11	0,64	6,8%	1,8%
2019/20a	6,20	0,44	0,07	-0,16	-0,16	-0,50	7,2%	neg.
2020/21e	6,26	0,10	-0,32	-0,41	-0,41	-0,43	1,5%	neg.
2021/22e	6,38	0,38	-0,07	-0,12	-0,12	-0,12	6,0%	neg.
2022/23e	6,56	0,46	0,00	-0,05	-0,05	-0,05	7,0%	neg.
2023/24e	6,62	0,52	-0,13	-0,17	-0,17	-0,18	7,9%	neg.

Quelle: ISA (a), BankM-Research (e)

Branche	Bildung
WKN	A2AA1Q
ISIN	DE000A2AA1Q5
Bloomberg/Reuters	tbd
Rechnungslegung	HGB
Geschäftsjahr	31. August
Finanzbericht GJ 2020/21	tbd
Marktsegment (geplant)	m:access
Transparenzlevel (geplant)	Freiverkehr
	20/21e 21/22e 22/23e 23/24e
Rendite	-5.7% -6.6% -7.0% 24.0%
IRR	-5.7% -3.4% -2.4% 5.5%
6J.-IRR	13.4%
IPO-Daten	
Anzahl Aktien (in Tsd.) post-IPO	966
Lead manager	BankM AG
Bezugsfrist	22.02. - 8.3.2021
Zeichnung (Zeichnungsbox)	23.02. - 9.3.2021
Notierungsaufnahme / IPO (geplant)	18.03.2021
IPO Lock-up	nein



BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist BankM AG, Frankfurt.

Inhalt

INVESTITIONSKRITERIEN	3
DETAILS ZUM GEPLANTEN BÖRSENGANG, KAPITALBEDARF UND MITTELVERWENDUNG	5
UNTERNEHMENSPROFIL	6
Geschäftstätigkeit	6
Geschäftsmodell	7
Historie	8
Aktionärsstruktur	8
Management und Kontrollorgane	9
MARKTUMFELD	11
SWOT-ANALYSE	14
VERMÖGENS-, ERTRAGS- UND FINANZLAGE	15
Gewinn- und Verlustrechnung	16
Kapitalflussrechnung	17
Bilanz	17
BEWERTUNG	18
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	19

Investitionskriterien

Eine Investition in die ISA ist unter Renditegesichtspunkten nicht mit einem konventionellen Investment zu vergleichen. Eine gemeinnützige AG darf keine Gewinne, etwa in Form von Dividenden, ausschütten; vielmehr besteht die Verpflichtung, Gewinne zweckgebunden, d.h. für Zwecke des Schulbetriebs zu reinvestieren. Demzufolge ist die ISA nicht auf Gewinnmaximierung, sondern auf Maximierung des Bildungserfolges und Optimierung des Schulbetriebs durch kontinuierliche Weiterentwicklung pädagogischer Konzepte ausgerichtet. Die „Rendite“ **materialisiert sich zunächst in ideellen Werten** wie sie sich im Rahmen des schulischen Bildungsauftrags und der Persönlichkeitsentwicklung der Schüler manifestieren.

Eine Rendite im herkömmlichen Sinne ist nur erzielbar über Kurssteigerungen in der Aktie. Solche Kurssteigerungen dürften entlang der **Entwicklung des inneren Werts** erfolgen, sprich die Zunahme des Eigenkapitals aus dem operativen Geschäft (inklusive Investitionszuschüsse) heraus widerspiegeln. Als Beispiel dienen die beiden einzigen börsennotierten deutschen gAGs, „Münchner Tierpark Hellabrunn“ und „Zoologischer Garten Berlin“: Beide Aktien haben sich im 10-Jahresvergleich deutlich besser entwickelt als der DAX. Gleichwohl dürfte die Liquidität der Aktie nach dem IPO nicht stark ausgeprägt sein und ein reger Handel mit kontinuierlichen Preisfeststellungen eher nicht zu beobachten sein. Insofern dürfte sich die Aktie wertstabil und, wie an den beiden obigen Beispielen illustriert, durch **Abbildung des zunehmenden inneren Werts** wertsteigernd verhalten.

Aus unserer Sicht haben die folgenden Faktoren einen signifikanten Einfluss auf die Steigerung des inneren Werts:

- Durch das Ausschüttungsverbot werden Überschüsse zweckgebunden in Sachwerte und die kontinuierliche Verbesserung des Unterrichts reinvestiert
- Aufgrund der Abgabenordnung ist die ISA steuerbefreit; dies setzt das Einhalten schlanker Strukturen voraus
- Staatl. Zuschüsse für Investitionen in Sachanlagen und operative Kosten (Personal, Lernmittel) stellen eine Eigenkapitalkomponente dar
- Spenden von privaten Personen sowie Unternehmen und Institutionen

Alle diese Elemente **stabilisieren das Geschäftsmodell** und schützen das Unternehmen vor potentiellen finanziellen Schieflagen.

Besonders erwähnen möchten wir in diesem Zusammenhang, dass für den - unseres Erachtens eher unwahrscheinlichen - Fall einer Liquidation der Gesellschaft (s. SWOT-Analyse), dem Investor (maximal) die Rückzahlung seines im Rahmen des IPO initial getätigten Investments garantiert wird. Dies gilt uneingeschränkt, solange zunächst Eigenmittel für den Bau eingesetzt werden. Mit Einsatz von Fremdkapital und Fördermitteln ändern sich die „Senioritäten“ dahingehend, dass (*pro rata* und dann vollständig nach Fertigstellung und Eintragung ins Grundbuch) ggf. zunächst der bayerische Staat und dann die Fremdkapitalgeber zuerst am Zuge sind; gleichwohl erhöht der im Zeitverlauf graduell zunehmende innere Wert des Unternehmens, sprich des Eigenkapitals, die Wahrscheinlichkeit für eine Kompensation des Eigenkapitalgebers im *worst case*. Gemäß unserer Analyse (s. Kapitel „Bewertung“) ist der Emissionspreis von € 12,50 durch die Entwicklung des Eigenkapitals langfristig gedeckt. Unser Bilanzmodell ergibt auf Basis unserer Prognosen einen IRR auf 8-Jahressicht von 9,2 %, im Maximum (nach sechs Jahren) von 13,4%.

Rendite – anders definiert

Entwicklung der Aktie vom Inneren Wert bestimmt

Faktoren der Stabilisierung

Absicherung des initialen Investments; 8J.-IRR von 9,2%, im Maximum 13,4%

Erstrebenswerte Ziele: Nachhaltige Entwicklung

Unter den 17 Zielen, die von der UN für eine verantwortungsvolle Gesellschafts- und Umweltpolitik sowie eine nachhaltige Ökonomie formuliert sind, findet sich gleichberechtigt an vierter Position das Ziel „**Quality Education**“. Dies unterstreicht die Notwendigkeit, Bildung als wesentliches Element für die gesellschaftliche Entwicklung zu verstehen und zu fördern.



Quelle: UN Development Agency, Hervorhebung: BankM Research

Primäres Investment- Motiv

Wir erachten ein Investment in die ISA-Aktie als sinnvolle Portfolio-Beimischung für institutionelle und private Investoren, die ihr Engagement unter den immer wichtiger werdenden Aspekten „**Social Responsibility**“ und „**Impact Investing**“, d.h. „wirkungsorientiertes Investieren“, ausbauen wollen. Der Erfolg gemeinnütziger Aktien resultiert aus einer **langfristigen** Unternehmenswertentwicklung und nicht aus kurzfristigen, gar spekulativen Rendite-/ Dividendenerwartungen.

Die Auszeichnung des Wettbewerbs „TOP 100 der innovativsten deutschen Mittelständler“ untermauert zum einen die Bedeutung, die dem Bildungswesen in der öffentlichen Wahrnehmung beigemessen wird, zum anderen wird hierdurch die fortschrittliche und durch Kreativität geprägte Weiterentwicklung der ISA gewürdigt. Damit ist sie die erste Schule bundesweit, die diese Auszeichnung zugesprochen bekommt.

Details zum geplanten Börsengang, Kapitalbedarf und Mittelverwendung

Die ISA beabsichtigt, ihr bestehendes Grundkapital von derzeit T€ 3.260,90, eingeteilt in 326.090 Stammaktien (inkl. 6.300 eigene Aktien) mit einem Nennwert von € 10 pro Aktie, durch Ausgabe von 639.580 neuen Aktien auf T€ 9.656,49 zu erhöhen. Bei einem anvisierten Bezugspreis von € 12,50 je Aktie fließen der Gesellschaft damit brutto bis zu T€ 7.994,75 zu.

Im Rahmen eines IPO erfolgt die Notizaufnahme im m:access der Börse München. Den Altaktionären wird hierbei ein gesetzliches Bezugsrecht sowie ein Überbezugsrecht eingeräumt; parallel dazu werden die nicht bezogenen Aktien im Rahmen eines öffentlichen Angebots über die Zeichnungsbox der Börse München sowie im Rahmen der Eigenemission über die Website der Emittentin direkt zum Kauf angeboten.

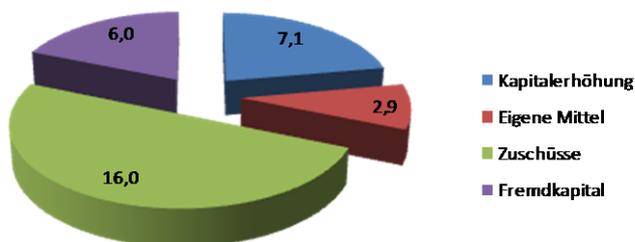
- Beginn der Bezugsfrist: **22. Februar 2021**
- Start der Zeichnungsbox (= öffentliches Angebot und Privatplatzierung): **23. Februar 2021**
- Ende der Bezugsfrist: **8. März 2021**
- Ende Zeichnungsbox und damit der Privatplatzierung: **9. März 2021**
- Handelsaufnahme: **18. März 2021**

Kapitalbedarf und Mittelverwendung

Die Gesellschaft beabsichtigt, einen neuen Schulcampus in zentraler Lage auf einem 35.000 m² großen Grundstück zu errichten und den gesamten Schul- und Verwaltungsbetrieb vollständig dorthin zu verlegen. Das Grundstück befindet sich in unmittelbarer Nähe zum Bahnhof Gersthofen (Landkreis Augsburg, unmittelbar angrenzend an die Stadt Augsburg). Die ISA steht in Verhandlungen über die Einräumung eines Erbbau- sowie Vorkaufsrechts.

Der Gesamtkapitalbedarf für den Neubau beläuft sich auf etwa € 32 Mio., wovon € 7 Mio. aus dem Nettoerlös der anstehenden Kapitalerhöhung, ca. € 3 Mio. mit vorhandenen Eigenmitteln, ca. € 16 Mio. aus staatlichen Zuschüssen des Freistaats Bayern und zu etwa € 6 Mio. mit Fremdkapital (Bankdarlehen oder Schuldverschreibungen) gedeckt werden sollen.

Finanzierungsquellen (in € Mio.)



**Breiter
Finanzierungsmix**

Quelle: ISA

Unternehmensprofil

Breites Portfolio an Zertifizierungen und Anerkennungen

Geschäftstätigkeit

Im Bildungssektor verfügt die Internationale Schule Augsburg über die relevanten internationalen und von der Kultusministerkonferenz anerkannten Zertifizierungen. Der Geschäftsbetrieb erfolgt im regulatorischen Umfeld des Bayerischen Gesetzes über das Erziehungs- und Unterrichtswesen (BayEUG) sowie des Bayerischen Schulfinanzierungsgesetz (BaySchFG). Demnach ist die ISA staatlich als Ersatzschule für die Jahrgangsstufen 1 bis 9 und für die Jahrgangsstufen 10 bis 12 als Ergänzungsschule anerkannt.

Die Schulausbildung gliedert sich nach internationalem Vorbild in die zwei großen Abschnitte Lower School und Upper School. Die Lower School ist unterteilt in die Vorschule (Kinder von 3-5 Jahren) und die Grundschule (Jahrgangsstufen 1-5), die Upper School deckt die Jahrgangsstufen 6-8 (Middle School) und die Jahrgangsstufen 9-12 (High School) ab.

Für die einzelnen Stufen verfügt die ISA über die nachfolgenden, internationalen Zertifizierungen:

- *Council of International Schools (Gesamter Zeitraum von der Vorschule bis Jahrgang 12)*
- *International Baccalaureate Primary Years Programme (Lower School) der Organisation du Baccalauréat International*
- *International General Certificate of Secondary Education der University of Cambridge (Jahrgangsstufe 9 und 10). Dieser Abschluss entspricht der Mittleren Reife*
- *International Baccalaureate Diploma Programme (Jahrgangsstufen 11 und 12) der Organisation du Baccalauréat International, Genf. Dieses Programm schließt mit dem internationalen Abitur ab.*

International hohe Standards

Das Schulkonzept sowie die internationalen Äquivalente der Mittleren Reife und des Abiturs werden weltweit anerkannt. Sämtliche Zertifizierungen werden regelmäßig überprüft. Zudem ist die ISA vom Dachverband internationaler Schulen, dem Council of International Schools (CIS), akkreditiert. Diese Akkreditierung setzt voraus, dass die Schule hohe Standards in der Bildung erfüllt und eine fortlaufende Verbesserung ihres Unterrichts anstrebt. Auch die Voraussetzungen für diese Akkreditierung unterliegen einer regelmäßigen Überprüfung.

Der Unterricht erfolgt in englischer Sprache, weitere Sprachen (u.a. deutsch) werden als Schwerpunktfächer unterrichtet. Allen Schüler mit nicht englischsprachigem Hintergrund werden entsprechende, jahrgangsgerechte Sprachfertigkeiten vermittelt.

Strukturell betrachtet ist die ISA eine Gesamtschule, die unter ihrem Dach alle Schuljahrgänge vereinigt. Als Ganztagschule mit Essens- und Freizeitangeboten fördert sie die Schulgemeinschaft und damit auch die soziale Kompetenz ihrer Schüler.

Die ISA ist Mitglied der "Association of German International Schools (AGIS)", der insgesamt 23 International Schools in Deutschland angehören (Stand: August 2020).

Geschäftsmodell

Wesentliche Erlösquellen stellen das von den Eltern zu zahlende **Schulgeld** zzgl. einmaliger Aufnahme- und Einschreibgebühren sowie **staatliche Zuschüsse** und **Spenden** dar. Erstere betragen im zuletzt berichteten GJ 2019/20 etwa 79%, staatliche Zuschüsse etwa 20% der Umsätze; Spenden trugen nur zu einem geringen Teil mit etwa 1% zum Umsatz bei. Gemäß dem Bayerischen Schulfinanzierungsgesetz werden staatliche Zuschüsse nur für die Jahrgangsstufen 1-9 (Ersatzschule), nicht jedoch für die Vorschule und die Jahrgangsstufen 10-12 (Ergänzungsschule) gewährt. Die Zuschüsse dienen der anteiligen Finanzierung des Personal- und allgemeinen Sach- und Lernmittelaufwands und richten sich in ihrer Höhe sowohl nach diesem Aufwand als auch nach der Anzahl der Schüler im Ersatzschul-Bereich. Im abgelaufenen Geschäftsjahr vereinnahmte die ISA € 4,88 Mio. an Schulgeld und € 1,3 Mio. an staatlichen Zuschüssen. Eine weitere Erlösquelle stellen private Spenden dar.

Das privat von den Eltern zu leistende jährliche Schulgeld lag im Schuljahr 2020/21 für die Vorschule bei knapp € 13.400, für die Jahrgangsstufen 1 bis 9 zwischen € 13.400 und knapp € 15.000 und für die Jahrgangsstufen 10-12 bei knapp € 16.300. Für finanziell schwächer gestellte Eltern stellt die ISA insgesamt 3,5% der budgetierten Umsatzerlöse im Rahmen eines **Stipendienprogramms** als Unterstützung zur Verfügung. Während die Schule bei der Festsetzung des Schulgeldes für den staatlich nicht geförderten Schulabschnitt keinen Vorgaben unterliegt, ist sie im Ersatzschulbereich (Jahrgangsstufen 1-9) an das sog. **Sonderungsverbot** gebunden, nach dem Schüler **nicht nach den Besitzverhältnissen der Eltern** ausgewählt werden dürfen. Nach Artikel 47 des Bayerischen Schulfinanzierungsgesetzes beträgt der Zuschuss pro Schüler und Monat bis zu € 74,20.

Das Schulangebot der ISA richtet sich an Eltern und Schüler im Raum Augsburg/München-West. Der Wirtschaftsraum Augsburg (Augsburg A³) ist führend in den Bereichen Mechatronic und Automation, Luft- und Raumfahrt, Faserverbundtechnologie, Umwelttechnologie, Informations- und Kommunikationstechnologie sowie Ressourceneffizienz. Jüngste Ankündigungen des bayrischen Wirtschaftsministeriums lassen für die Region intensive Förderungen von Unternehmen im Hochtechnologiesektor erwarten. Es kann erwartet werden, dass die weiter zunehmende Attraktivität des Technologiestandorts internationale Fach- und Führungskräfte nach sich ziehen wird, einhergehend mit einem steigenden Bedarf am Angebot einer internationalen Schule.

Die ISA befindet sich in einer nahezu **symbiotischen Wechselwirkung** mit den ortsansässigen Unternehmen: Einerseits suchen Expats und lokal angesiedelte Familien den Zugang zu einer qualitativ hochwertigen internationalen Schule, andererseits siedeln sich (insbesondere international operierende) Unternehmen vorzugsweise an einem Standort an, an dem den Kindern ihrer Mitarbeiter eine solche Möglichkeit geboten wird.

Ab dem Schuljahr 2025/26 strebt die ISA sukzessive eine Schülerzahl von etwa 500 an. Dies ist nur möglich mit dem geplanten neuen Schulcampus. Perspektivisch ist auch ein Ausbau der Geschäftstätigkeit in Richtung Internatsschule angedacht, dies vor dem Hintergrund, dass nach Einschätzung des Vorstands ein Bedarf hierfür in der Region gegeben ist.

Mit dem Baubeginn der neuen Schule rechnet das Unternehmen in Q4/2023, spätestens Anfang 2024. Gemäß dieses Zeitplans könnte der Einzug in das neue Schulgebäude dann zu Beginn des Schuljahres 2025/26 erfolgen.

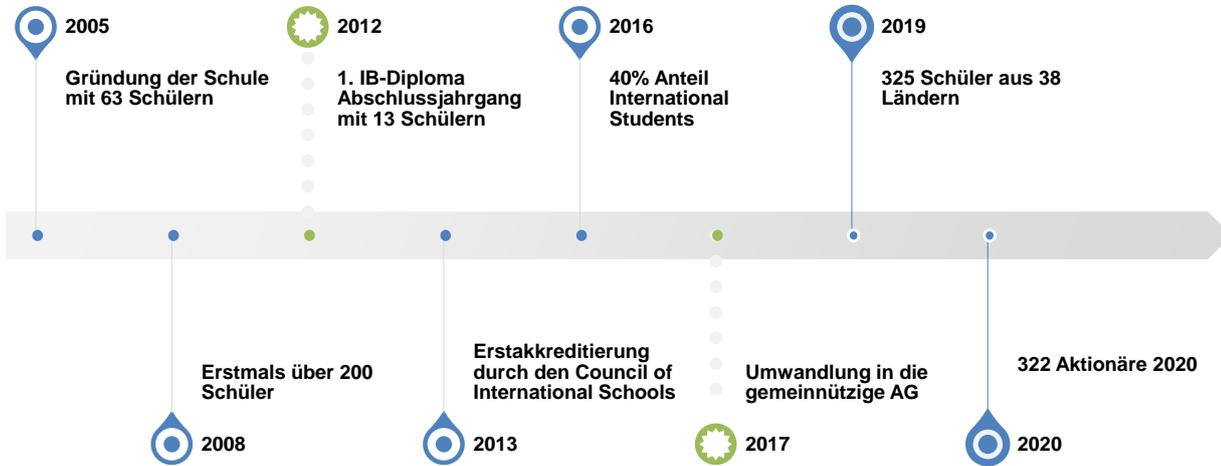
Einmalige und wiederkehrende Erlösquellen

Schulgeld und staatliche Zuschüsse

Symbiose: Wirtschaft und Internationale Schule

Vorläufiger Zeitplan des Bauvorhabens

Historie

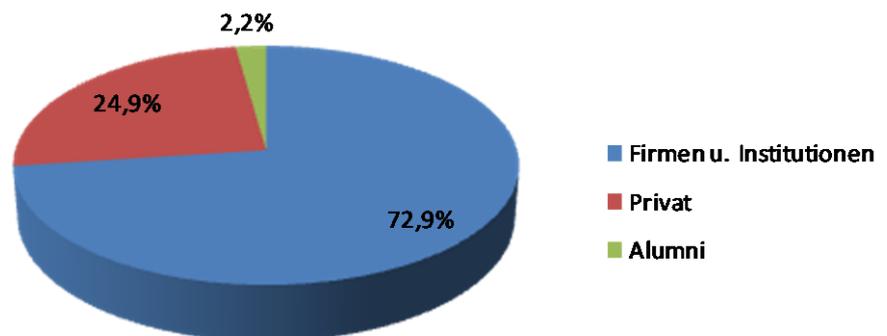


Quelle: ISA, Darstellung BankM Research

Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur setzt sich aktuell zu 73% aus Firmen und Institutionen, zu 25% Privatpersonen und zu 2% aus Alumni zusammen.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Quelle: ISA

Management und Kontrollorgane

Vorstand

Herr Marcus Wagner ist seit 1. Juli 2009 für die Gesellschaft tätig, seit 1. September 2009 als Geschäftsführer und seit der formwechselnden Umwandlung der Gesellschaft in die Rechtsform der Aktiengesellschaft am 17. November 2015 als Mitglied des Vorstands der Gesellschaft, zuständig für die Bereiche Business & Finance. Parallel ist Herr Wagner seit 2007 als Geschäftsführer der Startkapital-Fonds Augsburg GmbH, eines regional tätigen Risikokapitalfonds, tätig und seit Juni 2010 im Aufsichtsrat der baramundi Software AG. Als Geschäftsführer der Startkapital-Fonds Augsburg GmbH begleitete er den Börsengang der voxeljet AG an die New York Stock Exchange sowie die Übernahme der baramundi AG durch die Wittenstein SE. Bis Juni 2009 war Herr Wagner als Geschäftsfeldleiter der IHK Schwaben für den Bereich der betriebswirtschaftlichen Beratung sowie als Geschäftsführer der IHK Innotec GmbH, einer Tochtergesellschaft der IHK Schwaben für Innovation und Technologietransfer, tätig.

Seine berufliche Laufbahn begann Herr Wagner 1997 im Anschluss an sein Studium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften als Leiter der IT- und Organisationsabteilung der SCHÖFFEL Sportbekleidung GmbH, aus der er sein eigenes Software- und Beratungsunternehmen ausgründete und nach zehn Jahren an die BRAIN International AG veräußerte. Ehrenamtlich ist Herr Wagner als Mitglied des Kuratoriums der Universität Augsburg engagiert.

Frau Cathie Mullen ist seit Gründung der Gesellschaft im Jahr 2005 die Schulleiterin und seit der formwechselnden Umwandlung der Gesellschaft in die Rechtsform der Aktiengesellschaft am 17. November 2015 Mitglied des Vorstands, zuständig für den Bereich der Pädagogik. Vor ihrer Tätigkeit für die Gesellschaft hat sie als Grundschulleiterin den Ausbau der Grundschule an der International School Stuttgart, heute eine nach Einschätzung der Emittentin erfolgreiche Schule mit über 800 Schülern, geleitet. In beiden Positionen hat sie die Schulen nach Einschätzung der Emittentin erfolgreich durch mehrere internationale Akkreditierungen geführt. Frau Mullen hat an Schulen in Irland, Deutschland und auf den Bahamas unterrichtet.

Mehrere Jahre war Frau Mullen Mitglied des Vorstands der Association of German International Schools (AGIS) und des Aufsichtsrats der Metropolitan International School Frankfurt. Als Teamleiterin leitet sie bis heute für den Council of International Schools (CIS) und die Organisation du Baccalauréat mehrere Akkreditierungen an Internationalen Schulen in Afrika und Europa. Ehrenamtlich war Frau Mullen als ausgebildete Schauspielerin aktiv an Theatergruppen in Deutschland und Irland beteiligt und als Regisseurin tätig.

Nach dem Bachelor of Education vom University College Dublin schloss Frau Mullen 1983 ihr Studium im Rahmen eines Stipendiums an der California State University mit dem Master of Arts Degree in Education ab.

Aufsichtsrat

Frau Ramona Meinzer ist Vorsitzende des Aufsichtsrats, Frau Meinzer studierte Wirtschaftsingenieurwesen an der Hochschule Karlsruhe, Wirtschaftswissenschaften an der Universidad de Navarra (Spanien) sowie Wirtschaftsrecht an der TU Kaiserslautern und der Universität des Saarlandes. Bis Oktober 2012 war sie Geschäftsführerin der GEZE International GmbH. Seitdem ist sie Gesellschafterin und Vorsitzende der Geschäftsführung der AUMÜLLER AUMATIC GmbH und der

AUMÜLLER SERVICE GmbH sowie Geschäftsführerin der Tochtergesellschaften der AUMÜLLER AUMATIC GmbH.

2016 bekam Frau Meinzer für die AUMÜLLER AUMATIC GmbH den ADAMAS Award sowie 2017 bis 2020 die Auszeichnung „TOP100 - Top-Innovator“. Seit 2018 ist sie Trägerin der Staatsmedaille für besondere Dienste um die bayerische Wirtschaft.

Herr Dieter R. Kirchmair, stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats, war über 40 Jahre Mitarbeiter der Deutsche Bank AG in leitenden Funktionen bzw. der Direktion, unter anderem in Homburg, Ingolstadt und Augsburg. Er war langjährig verantwortlich für das Kreditgeschäft und die Firmenkundenbetreuung, bevor er 2002 als Pensionär ausschied. Herr Kirchmair ist Träger des Bundesverdienstkreuzes am Bande. Herr Kirchmair ist als Unternehmensberater tätig. Nebenberuflich engagiert sich Herr Kirchmair unter anderem für die Kinderjugendhilfe, Augsburg, im Stiftungsrat des Behindertenwerks St. Johannes, Marxheim, sowie als Ehrenvorsitzender der IHK Schwaben.

2005 veranlasste Herr Kirchmair im Auftrag der IHK Schwaben die Gründung der Gesellschaft und war bis September 2009 als deren Gründungsgeschäftsführer tätig.

Herr Dieter Weidner war nach beruflichen Stationen, unter anderem bei der Gourmet Feinkost GmbH, in der Lebensmittelbranche tätig. Seit 1992 ist er Geschäftsführer der Manfred Weidner Beteiligungs-GmbH sowie CEO der Weidner-Holding GmbH & Co. KG.

Herr Heribert Göggerle war bis 2014 über 40 Jahre in verschiedenen Führungspositionen der Siemens AG, Siemens PC-Systeme, Fujitsu Deutschland und Fujitsu Europa, zuletzt als Vorsitzender des Aufsichtsrats der Fujitsu Technology Solutions GmbH tätig.

Herr Thomas Schörg begann seine berufliche Laufbahn 1998 beim Bund der Selbständigen im Gewerbeverband Bayern e.V. als Assistent des Hauptgeschäftsführers, ab 2003 als stellvertretender Geschäftsführer. 2011 wechselte er zur Industrie- und Handelskammer Schwaben als Regionalgeschäftsführer für die Regionalversammlungen Augsburg, Augsburg-Land und Aichach-Friedberg sowie als Geschäftsführer des Wirtschaftsregion Augsburg Förderverein e.V. 2019 übernahm Herr Schörg seine heutige Position als Geschäftsbereichsleiter (Strategische) Kommunikation der IHK Schwaben. Daneben ist Herr Schörg als Mitglied im Beirat Marketing der Stadt Augsburg tätig.

Herr Dipl. oec. Ulrich Wagner wechselte nach seiner Tätigkeit bei der DG Bank Bayern 1988 als Leiter der Wirtschaftsförderung und Pressestelle in das Landratsamt Augsburg. 1990 übernahm er die Leitung des Referats Öffentlichkeitsarbeit, Volkswirtschaft und Statistik der Handwerkskammer für Schwaben und wurde 1994 zum Geschäftsführer gewählt. 1999 wurde er von der Vollversammlung der Handwerkskammer für Schwaben zum Hauptgeschäftsführer gewählt.

Frau Professor Dr. Sarah Hatfield wechselte nach ihrer Promotion zur Dr. phil. 2010 zur MAN Diesel & Turbo SE und leitete dort die Gruppe Change Management. 2016 erhielt Frau sie den Ruf zur Professorin für Human Resources & Change Management an der Hochschule für angewandte Wissenschaften Augsburg. Dort lehrt sie neben diesen Themen auch Cross Cultural Management. Als ausgebildete systemische Beraterin arbeitet sie nebenberuflich als Coach und Prozessbegleiterin.

Marktumfeld¹

In Deutschland gibt es ca. 5.600 Privatschulen, darunter 83 internationale Schulen, Tendenz steigend. Träger der Privatschulen sind kirchliche Organisationen, Personengesellschaften, Sozialwerke, Vereine oder Privatpersonen. Sie sind eigenständig für ihr Lehrpersonal und ihre konzeptionelle Gestaltung verantwortlich. Obwohl sie unter Aufsicht des Staates stehen und von diesem auch Zuschüsse erhalten - und dadurch einen quasi öffentlich-rechtlichen Status besitzen - dürfen sie innerhalb gewisser Grenzen ihre Schüler selber aussuchen. Für die Schuljahrgänge 1-9, die im Rahmen der Privatschulen gesetzlich als Ersatzschule bezeichnet sind, gilt jedoch ein striktes Sonderungsverbot, das die Auswahl von Schülern nach den Einkommensverhältnissen der Eltern verbietet.

Die ernüchternden Resultate der letzten PISA-Studie von 2018 (Deutschland auf Platz 15 von 37 bei Schülerleistungen, in der Digitalisierung hinter Moldawien, in der Lehrerausbildung Platz 76 von 79) im Einklang mit dem **Reform- und Investitionsstau an staatlichen Schulen**, veranlassen Eltern, vermehrt über die Option einer Privatschule nachzudenken. Die wesentlichen Vorteile werden u.a. gesehen in kleineren Klassen, stärker motivierten Lehrern, individueller Förderung sowie in einem frühen biligualen Unterricht. Privatschulen sind auch wirtschaftlich orientierte Betriebe. Daher sind sie gezwungen, durch **Effizienz** in ihrer Vermittlung von Schulbildung die Zufriedenheit ihrer Kunden (= Eltern und Schüler) herbeizuführen. Innovative Konzepte lassen sich hier leichter umsetzen, vielfach ist auch das Angebot an Wahlfächern größer. Durch die unabhängige, autonome Einstellung von Lehrern ist gewährleistet, dass diese fokussiert in das jeweilige Bildungskonzept der privaten Schule passen. Zumeist sind auch die **Lehrmittel auf dem neuesten Stand**, insbesondere was die digitale Infrastruktur (PCs et al.) anbelangt.

Naturgemäß gibt es auch kritische Stimmen. So ist das erhobene Schulgeld i.d.R. doch nicht unerheblich, und kann – trotz des Sonderungsverbots, das oftmals nicht im Sinne des Gesetzes streng genug ausgelegt wird² - dazu führen, dass die Klassenzusammensetzung „nach dem Portemonnaie“ der Eltern erfolgt. Einer der stärksten Vorbehalte ist, dass man sich abgrenzen will, z.B. gegenüber „schwierigen“ Schülern oder solchen mit Migrationshintergrund. Die Kritiker betonen, dass es für die **Persönlichkeitsentwicklung eines Kindes** wichtig sei, bereits in frühen Jahren die soziale Vielfalt innerhalb der Gesellschaft kennenzulernen und somit einen sozial verträglichen Umgang miteinander zu erlernen.

¹ Verwendete Quellen:

<https://www.bildungsdoc.info/privatschulen/>

<https://insights.learnlight.com/de/artikel/die-6-wichtigsten-global-mobility-trends-2020/>

<https://www.km.bayern.de/ministerium/statistiken-und-forschung.html>

https://www.invest-in-bavaria.com/fileadmin/media/documents/Infoservice/Internationale_Schulen_in_Bayern.pdf

<https://www.deutschland.de/de/topic/wissen/internationale-schulen-in-deutschland-ein-ueberblick>

Bayerisches Staatsministerium für Unterricht und Kultus

² <https://www.welt.de/wirtschaft/karriere/bildung/article186939514/Bildung-Privatschulen-und-soziale-Spaltung.html>

Vergleich: staatlich vs. privat

Und immer wieder: PISA-Schock; Chance für die „Privaten“ ...

... aber es gibt auch Kritik

Adressaten der Schulen

Die **privaten Internationalen Schulen** richten sich im Wesentlichen an Fach- und Führungskräfte ausländischer Unternehmen, sog. „Expatriats“, die für ihre Unternehmen im Rahmen einer Auslandsentsendung kurz- oder längerfristig an eine ausländische Niederlassung entsandt werden. Für diese Personengruppe bieten internationale Schulen eine hervorragende Möglichkeit, ihren Kinder vom Start an eine gute Bildung zu ermöglichen, ohne einen „**Kulturschock**“ oder **Sprachprobleme** zu riskieren. Zudem wird oftmals die Bildung der Kinder von Expats vom Arbeitgeber bezuschusst und somit die finanziellen Hürden für die Eltern gesenkt. Daneben sind diese Schulen natürlich auch für lokale Familien zugänglich; so beträgt das Verhältnis Expats zu Einheimischen bei der ISA derzeit 50 – 60%.

In Deutschland gibt es bereits 83 Internationale Schulen, die das International Baccalaureate (IB)-Programm anbieten, darunter die *International School Augsburg*. Das internationale Abitur befähigt zum Hochschulzugang in vielen Ländern, auch in Deutschland.

Technologiestandort Augsburg

Die Stadt Augsburg ist das Herz des Wirtschaftsraum Augsburg A³. Sie verfügt über eine Einwohnerzahl von 296.582. Der Ballungsraum Augsburg umfasst neben der Stadt Augsburg auch den Landkreis Augsburg und den Landkreis Aichach-Friedberg und verzeichnet insgesamt 684.705 Einwohner. Der Wirtschaftsraum lockt mit seinen dort ansässigen **Clustern innovative Unternehmen** an, wobei die Kompetenzfelder in der Faserverbundtechnologie, Luft/Raumfahrt, Mechatronik und Automation, Umwelttechnologie sowie der Informationstechnologie liegen. Dazu ist sowohl die Infrastruktur als auch die Lebensqualität sehr hoch. Mit der Uni Augsburg und der Hochschule Augsburg bildet die Region viele Fachkräfte aus.

Entwicklung der Schülerzahlen

Ein weiterer ausschlaggebender Punkt ist die Schülerzahl in der Region. Betrachtet man die Entwicklung der Schülerzahlen im Regierungsbezirk Schwaben, so lässt sich im Trend erkennen, dass die Schülerzahlen der Grundschulen und Gymnasien in der Vergangenheit rückläufig waren. Die Schülerzahl der Gymnasien in der Region ging zwischen 2010 und 2019 um rund 20 Prozent zurück, die Zahl der Grundschüler im selben Zeitraum um ca. 5%. Die aktuellen Prognosen des Bayerischen Kultusministeriums lassen nun einen massiven Anstieg der Schülerzahlen in der Region Schwaben innerhalb der nächsten 10 Jahre erwarten. Die prognostizierten Wachstumsraten betragen in den Schularten Grundschule (Jahrgangsstufe 1-4), Mittelschule (Jahrgangsstufen 5-9), Realschule (Jahrgangsstufen 5-10) und Gymnasium (Jahrgangsstufen 5-12/13) 19%, 14%, 21% und 26% (s. nachfolgende Grafik).

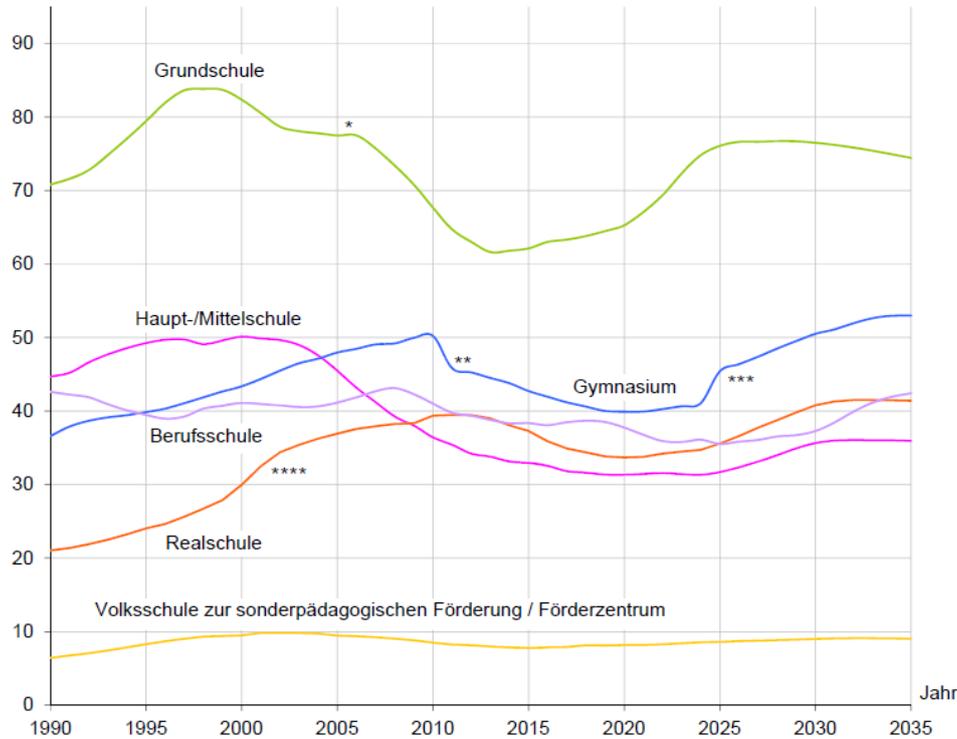
Sollte sich diese Einschätzung als richtig erweisen, könnte auch die ISA von den stark steigenden Schülerzahlen profitieren. Bedingt durch die Pandemie, konnte die ISA im März/April 2020 keine Neuanmeldungen verzeichnen, nach der Lockerung des Lockdown im Juni/Juli hingegen gab es wieder eine verstärkte Nachfrage. Nach Auffassung des Vorstands sollte sich die Zahl der Neuanmeldungen wieder normalisieren.

Wettbewerbsumfeld

Das Bundesland Bayern bietet 13 Internationale Schulen. Die ISA ist jedoch die einzige im Raum Augsburg. Wettbewerber finden sich erst wieder in München, Ingolstadt und Neu-Ulm. Aufgrund der geografischen Distanz sowie dem gemeinnützigen Zweck der Einrichtungen verstehen sich die Schulen nicht als Konkurrenten sondern als „faire Wettbewerber“, wie es auch aus den *Principles of Good Practice for AGIS (Association of German International Schools) Member Schools* hervorgeht.

Entwicklung der Schülerzahlen im Regierungsbezirk Schwaben

Schülerzahlen
in tausend



- * Verlangsamung des Schülerrückgangs durch die Vorverlegung der Einschulung
- ** Wegfall der Jahrgangsstufe 13 des alten neunjährigen Gymnasiums
- *** Einführung der Jahrgangsstufe 13 des neuen neunjährigen Gymnasiums
- **** Einführung der Jahrgangsstufen 5 und 6 an Realschulen

Quelle: Bayerisches Staatsministerium für Unterricht und Kultus, 2020

SWOT-Analyse

Stärken

- Hoher Grad der Digitalisierung; dies führte u.a. dazu, dass der Unterricht bereits 1 Tag nach Beginn des Covid19-Lockdowns wieder aufgenommen werden konnte
- Die vorhandenen Zertifizierungen mit regelmäßigen Audits sowie hochqualifiziertes Personal bürgen für eine hohe Qualität des Unterrichts
- International anerkannte Abschlüsse
- Sehr vorteilhaftes Schüler/Lehrer-Verhältnis von 6:1
- Überdurchschnittliche Ergebnisse der Absolventen beim IB-Diplom (Internationales Abitur) im weltweiten Vergleich
- Valides Geschäftsmodell: Seit Gründung 2005 kontinuierliches Umsatzwachstum und bis auf zwei Jahre positives Ergebnis
- Förderung von Kindern einkommensschwacher Familien (Quote: 3%)

Schwächen

- Weder für die Vorschule noch für die Jahrgangsstufen 10-12 (Ergänzungsschule) werden staatliche Zuschüsse geleistet. Der entsprechende Deckungsbeitrag muss also ausschließlich aus dem Schulgeld erwirtschaftet werden, das aber nicht beliebig erhöht werden kann.
- Der Ausbau der bereits ausgeschöpften Kapazitäten ist abhängig von privaten und staatlichen Mittelzuflüssen in signifikanter Höhe
- Die öffentliche Wahrnehmung privater Schulen ist oftmals noch negativ konnotiert
- Die (unserer Ansicht nach) voreingenommene und wenig differenzierte öffentliche Wahrnehmung als „Elite“-Schule mit entsprechend teurer „Eintrittskarte“ und hohem „Mitgliedsbeitrag“

Chancen

- Errichtung des neuen Schulcampus erhöht die Attraktivität durch die zentrale Lage zum Innovationspark/Technologiezentrum, zur neuen Medizinischen Fakultät und zum geplanten Medizintechnik-Campus
- Perspektivische Erweiterung der Schule um ein Internat dürfte für bestimmte Zielgruppen attraktiv sein und sich positiv auf die Zahl der Schüler auswirken
- Zunahme eines breiteren Verständnisses für das private Bildungswesen und der Vergleich mit staatlichen Schulen steigert das Interesse für Privatschulen
- Durch den steigenden Globalisierungsgrad und die zunehmende Digitalisierung gewinnt der Aspekt der Internationalität in der Schulbildung an Gewicht
- Hebung stiller Reserven durch Verkauf bestehender Grundstücke / Gebäude nach Umzug auf den neuen Campus

Risiken

- Eine andauernde Pandemiesituation könnte die internationale Mobilität von Expats ggf. längerfristig einschränken sowie die finanziellen Möglichkeiten lokaler Familien beschneiden
- Regulatorische Änderungen durch eine politische (Neu)Beurteilung zum Nachteil privater Schulen
- Das staatliche Schulsystem tritt durch signifikante Qualitätssteigerung in ernst zu nehmenden Wettbewerb mit den privaten Schulen, so dass deren Alleinstellungsmerkmale ggf. abnehmen

Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage

Bei der Modellierung unserer Prognosen haben wir uns zum einen an den statistischen Untersuchungen zur zukünftigen Entwicklung der Schülerzahlen, zum anderen an den historischen Schülerzahlen der ISA orientiert. Aufgrund der unterschiedlichen Erlösquellen haben wir eine differenzierte Betrachtung der Umsatz- und Zahlungsströme durchgeführt. So sind die Einschreibgebühr und die sog. *School Investment Fee* einmalige Zahlungen, während das Schulgeld für jedes Schuljahr entrichtet werden muss. Der Schülerbestand ist eine dynamische Größe, die aus Zugängen, Abgängen (Kündigungen und Absolventen), beides auch unterjährig (im Sinne des Schuljahres) resultiert. Angesichts der deutlichen Zunahme der Schülerzahlen im Regierungsbezirk Schwaben, befinden wir uns mit unseren Prognosen auf der vorsichtigen Seite.

Da sowohl Ratenzahlungen möglich sind als auch Periodenabgrenzungen der Erträge Geschäftsmodell-immanent sind, ist eine **Prognose der Finanzzahlen** nur auf einer pauschalierten, durch die offiziellen Prognosen der Kultusministerien und durch die Unternehmenshistorie untermauerten Basis plausibel zu modellieren. Ähnliches betrifft die Kostenstruktur. Besonders hervorzuheben ist der **Personalaufwand**. Hier haben wir - entsprechend dem aktuellen Schüler/Lehrer-Verhältnis - für jeweils sechs zusätzliche Schüler eine zusätzliche Lehrkraft vorgesehen.

Die sonstigen betrieblichen Erträge setzen sich aus Spenden sowie der abschreibungskonformen Auflösung des bilanziellen **Sonderpostens „Investitionszuschüsse“** zusammen.

Die Abschreibungen haben wir unter der Annahme von **Erhaltungsinvestitionen** bestehender Sachanlagen und immaterieller Vermögensgegenstände sowie unter Berücksichtigung des **Baubeginns der neuen Schule im GJ 2023/24** erfasst. Das Anwachsen der Abschreibungen ist hier der **sukzessiven Aktivierung** der fortschreitenden Baumaßnahmen geschuldet.

Mit Fertigstellung der neuen Schule und der Verlagerung des Schulbetriebs auf den neuen Campus im GJ 2025/26 entfallen weitere Investitionen in die bisherigen, im Besitz der Gesellschaft befindlichen Bauten. Einen Restwert der „verlassenen“ Räumlichkeiten haben wir nicht in die Betrachtung mit einbezogen, stellt aber sehr wahrscheinlich eine **stille Reserve** entsprechend des Zeitwerts dar. Ebenfalls entfallen dann die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthaltenen Mietkosten für den alten Standort, die im letzten Geschäftsjahr T€ 260 betragen.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wachsen quotal mit den Umsatzerlösen; lediglich im laufenden GJ rechnen wir mit zusätzlich T€ 400 im Zusammenhang mit dem IPO.

Bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten unterstellen wir einen Zinssatz von 2%.

Nach der Abgabenverordnung ist die ISA als gemeinnützige Aktiengesellschaft von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit.

Die Gewinn- und Verlustrechnung zusammenfassend lässt sich festhalten, dass nach durchgehend positivem EBITDA das Nettoergebnis in unserem Modell stets negativ ausfällt. Dies ist den (nicht-cash-wirksamen) Abschreibungen sowie - besonders in den letzten drei Jahren unserer Prognose - den Fremdkapitalkosten geschuldet. Da aber das Nettoergebnis ohnehin kaum bewertungsrelevant ist (im Gegensatz zur Entwicklung des Buchwerts), spielt dies für unsere Analyse eine untergeordnete Rolle.

Herleitung und Plausibilität unserer Prognosen

Detaillierte Ertragsbetrachtung

EBITDA durchgehend positiv

International School Augsburg

- 16/20 - Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage

5. Februar 2021

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.08 (HGB) in T€	2018/19a	2019/20a	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	9y - CAGR (%) 2018/19 - 28
Anzahl Schüler	336	345	330	348	350	355	360	400	445	480	4.0
Wachstumsrate der Schüler in %	-1.8%	2.7%	-4.3%	5.5%	0.6%	1.4%	1.4%	11.1%	11.3%	7.9%	
Umsatzerlöse	6,107	6,197	6,263	6,377	6,559	6,620	6,709	7,190	7,966	8,647	3.9
Wachstumsrate der Umsatzerlöse in %	4.4%	1.5%	1.1%	1.8%	2.9%	0.9%	1.4%	7.2%	10.8%	8.6%	
Schulgeld	4,777	4,919	4,784	4,776	4,917	4,966	5,036	5,353	5,952	6,516	
School Investment Fee (einmalig)	386	264	266	313	349	342	344	360	377	371	
Einschreibegebühr (einmalig)	54	46	34	46	44	44	44	48	48	47	
Staatliche Zuschüsse	1,252	1,280	1,178	1,243	1,250	1,268	1,285	1,428	1,589	1,714	
Materialaufwand	349	296	331	337	347	350	355	380	422	458	
% vom Umsatz	5.7	4.8	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	
Anzahl Lehrer	65	67	67	70	71	72	73	80	88	94	
Wachstumsrate der Lehrkräfte in %	n.a.	3.1%	0.0%	4.5%	1.4%	1.4%	1.4%	9.6%	10.0%	6.8%	
Personalaufwand	4,430	4,524	4,524	4,728	4,795	4,863	4,931	5,406	5,949	6,356	4.1
% vom Umsatz	72.5	73.0	72.2	74.1	73.1	73.5	73.5	75.2	74.7	73.5	
Rohergebnis	1,328	1,377	1,408	1,312	1,417	1,406	1,423	1,403	1,596	1,834	3.7
Sonst. betr. Erträge	22.0	25.0	20.0	20.0	20.0	100.0	260.0	340.0	340.0	340.0	
Sonst. betr. Aufwendungen	932	957	1,331	948	975	984	998	809	896	973	
% vom Umsatz	15.3	15.4	21.3	14.9	14.9	14.9	14.9	11.3	11.3	11.3	
Sonstige Steuern	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
EBITDA	417	444	96	383	460	521	685	934	1,039	1,200	12.5
Abschreibungen	297	371	415	455	461	646	985	1,183	1,215	1,223	
EBIT	120	73	-319	-72	0	-125	-300	-249	-176	-23	
Finanzaufwendungen	19	15	15	15	15	15	55	135	135	115	
Finanzergebnis	-19	-15	-15	-15	-15	-15	-55	-135	-135	-115	
Neutrale Erträge	55	21	20	20	20	20	20	20	20	20	
Neutrale Aufwendungen	47	241	100	50	50	50	50	50	50	50	
EBT	109	-162	-414	-117	-45	-170	-385	-414	-341	-168	
Ertragssteuern (Aufwand + / Ertrag -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Ergebnis nach Steuern	109	-162	-414	-117	-45	-170	-385	-414	-341	-168	
# Aktien (in Tsd., 17/18 u. 18/19 adj. für 1:10 s)	171	326	966	966	966	966	966	966	966	966	
Ergebnis / Aktie (EPS)	0.64	-0.50	-0.43	-0.12	-0.05	-0.18	-0.40	-0.43	-0.35	-0.17	

Quelle: ISA (a), BankM Research (e)

GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2018/19a	2019/20a	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Rohertragsmarge	21,7	22,2	22,5	20,6	21,6	21,2	21,2	19,5	20,0	21,2
EBITDA-Marge	6,8	7,2	1,5	6,0	7,0	7,9	10,2	13,0	13,0	13,9
EBIT-Marge	2,0	1,2	neg.							
EBT-Marge	1,8	neg.								
Nettomarge	1,8	neg.								

Quelle: ISA (a), BankM Research (e)

„CF-landmarks“: Investition und Finanzierung

Die **Kapitalflussrechnung** ist geprägt von Mittelzuflüssen und Investitionen. Die geplante Kapitalerhöhung im Rahmen des IPO wird brutto bis zu knapp € 8 Mio. einbringen und zusammen mit den bestehenden Eigenmitteln, den staatlichen Zuschüssen sowie den Fremdkapitalmitteln den Neubau ermöglichen. Diese „CF-landmarks“ sollen aber nicht die stark positiven operativen und freien Cash Flows in der Zeit nach Einzug in das neue Schulgebäude marginalisieren: Unsere Prognose endet nach acht Jahren mit 480 Schülern; diese Schätzung lässt in den darauffolgenden Jahren **Raum für die Ausschöpfung der Gesamtkapazität von 500 Schülern** mit entsprechend weiterer positiver Auswirkung auf den Cash Flow.

Im letzten Jahr unserer Prognose lassen wir die Gesellschaft T€ 1.000 an Fremdkapital zurückzahlen, da wir die Kasse für operative Zwecke ausreichend gefüllt sehen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

International School Augsburg

5. Februar 2021

Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage - 17/20-

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.08 (HGB) in T€	2018/19a	2019/20a	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Jahresergebnis	109	-162	-414	-117	-45	-170	-385	-414	-341	-168
+ Abschreibung & Wertminderungen	297	371	415	455	461	646	985	1.183	1.215	1.223
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	54	-27	0	0	0	0	0	0	0	0
- Auflösung Investitionszuschüsse	0	0	0	0	0	80	240	320	320	320
= Cash Earnings	460	182	1	338	416	396	360	449	554	736
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-260	290	128	-100	-91	-38	-52	-304	-454	-390
+ Sonstiges	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Operativer Cash Flow	721	-108	-128	438	506	434	412	753	1.007	1.125
- Investitionen in Anlagevermögen	487	416	396	455	461	8.486	16.505	8.238	924	932
= Cash Flow aus Investitionstätigkeit	487	416	396	455	461	8.486	16.505	8.238	924	932
= Freier Cash Flow	234	-524	-524	-17	46	-8.052	-16.092	-7.484	83	194
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	1.861	7.995	0	0	0	0	0	0	0
+ staatliche Inveztitionszuschüsse	0	0	0	0	0	4.000	8.000	4.000	0	0
+ Darlehen	-165	-132	0	0	0	0	2.000	4.000	0	-1.000
= Finanzierungs-Cash Flow	-165	1.729	7.995	0	0	4.000	10.000	8.000	0	-1.000
Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)	69	1.205	7.471	-17	46	-4.052	-6.092	516	83	-806

Quelle: ISA (a), BankM Research (e)

Das Vermögen der Gesellschaft entwickelt sich aufgrund der **Finanzierungs- und Investitionstätigkeit** in das neue Schulgebäude. Die Eigenkapitalquote legt mit der geplanten Kapitalerhöhung im Rahmen des IPO sprunghaft von 49% im letzten Geschäftsjahr auf 75% zu und verbleibt in etwa auf diesem Niveau. Wie bereits in der GuV-Diskussion erwähnt, entstehen durch die Charakteristik des operativen Geschäfts (ein Schuljahr überstreicht immer zwei Kalenderjahre) passive Rechnungsabgrenzungsposten, die in der jeweiligen Folgeperiode aufgelöst werden. Zur Abbildung der Investitionszuschüsse haben wir im Eigenkapital einen **bilanziellen Sonderposten** abgebildet, der abschreibungs-konform über 50 Jahre aufgelöst und ergebniswirksam erfasst wird.

Entwicklung der Bilanz

Bilanz

Geschäftsjahr 31.08 (HGB) in T€	2018/19a	2019/20a	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Aktiva										
A. Anlagevermögen	3.102	3.146	3.128	3.128	3.128	10.968	26.488	33.542	33.252	32.960
I. Immaterielle Vermögenswerte	95	96	95	95	95	95	95	95	95	95
II. Sachanlagen	3.007	3.050	3.033	3.033	3.033	10.873	26.393	33.447	33.157	32.865
B. Umlaufvermögen	3.273	4.534	11.999	11.990	12.036	7.986	1.896	2.428	2.530	1.738
I. Vorräte	35	52	49	52	52	53	54	60	67	72
II. Forderungen	53	91	87	92	93	94	95	106	118	127
III. Barmittel	3.185	4.391	11.862	11.845	11.891	7.839	1.747	2.262	2.345	1.539
C. RAP	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
Bilanzsumme	6.458	7.762	15.209	15.199	15.246	19.036	28.465	36.052	35.864	34.780
Passiva										
A. Eigenkapital	2.104	3.804	11.385	11.268	11.223	14.973	22.348	25.615	24.954	24.466
I. Gezeichnetes Kapital	1.709	3.261	9.657	9.657	9.657	9.657	9.657	9.657	9.657	9.657
Eigene Anteile	0	-63	-63	-63	-63	-63	-63	-63	-63	-63
II. Kapitalrücklage	0	388	1.987	1.987	1.987	1.987	1.987	1.987	1.987	1.987
III. Gewinnrücklagen	14	98	98	98	98	98	98	98	98	98
IV. Gewinnvortrag	279	282	120	-294	-410	-455	-625	-1.010	-1.424	-1.765
V. Konzernbilanzgewinn	104	-162	-414	-117	-45	-170	-385	-414	-341	-168
VI. Sonderposten Investitionszuschüsse	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.920	11.680	15.360	15.040	14.720
B. Rückstellungen	212	99	99	99	99	99	99	99	99	99
C. Verbindlichkeiten	1.129	960	958	960	961	961	2.962	6.967	6.973	5.978
ggü. Kreditinstituten	881	736	736	736	736	736	2.736	6.736	6.736	5.736
aus Lieferungen & Leistungen	126	45	43	46	46	47	47	53	59	63
Sonstige	123	179	179	179	179	179	179	179	179	179
D. Rechnungsabgrenzungsposten	3.012	2.899	2.766	2.871	2.962	3.002	3.055	3.371	3.837	4.237
Bilanzsumme	6.458	7.762	15.209	15.199	15.246	19.036	28.465	36.052	35.864	34.780

Quelle: ISA (a), BankM Research (e)

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2018/19a	2019/20a	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Anlagevermögen	48,04	40,53	20,56	20,58	20,51	57,62	93,05	93,04	92,72	94,77
Umlaufvermögen	50,69	58,42	78,90	78,88	78,95	41,95	6,66	6,73	7,05	5,00
Eigenkapital	32,59	49,01	74,86	74,14	73,62	78,66	78,51	71,05	69,58	70,35
ges. Verbindlichkeiten	17,49	12,37	6,30	6,32	6,30	5,05	10,41	19,33	19,44	17,19
Langfristige Verbindlichkeiten	13,64	9,48	4,84	4,84	4,83	3,87	9,61	18,68	18,78	16,49
kurzfristige Verbindlichkeiten	3,85	2,89	1,46	1,48	1,47	1,18	0,79	0,64	0,66	0,70

Quelle: ISA (a), BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Bewertung

Impact Investing in Reinstform

Wie bereits im Kapitel „Investitionskriterien“ dargestellt, handelt es sich bei der ISA nicht um ein konventionelles Investment im Sinne einer Bar-Rendite. Neben dem rein ideellen Ertrag bietet gleichwohl die **Zunahme des inneren Werts** - wesentlich bestimmt von den eigenkapitaläquivalenten staatlichen Zuschüssen - einen validen Return on Equity. Unsere Bilanzprognose führt, nach anfangs noch negativen Renditen (die staatlichen Zuschüsse fließen erst ab 2023/24), zu substantiellen Wertzuwächsen. Der Buchwert und damit die Rendite erreichen ihr Maximum nach sechs Jahren (2025/26), dem Zeitpunkt des Einzugs in das neue Schulgebäude. In diesem Jahr beträgt die Rendite - ausgehend vom initialen Investment (€ 12,50 zum IPO) - **112,2% mit einem IRR von 13,4%**. Die Frage, ob diese Rendite, aufgrund der voraussichtlich geringen Liquidität, an der Börse dann - zu jeder Zeit - realisierbar sein wird, führt sicherlich im Rahmen des IPO zu einer Investoren-Selektion im Sinne des „Impact Investing“.

Renditebetrachtung

Entwicklung des Eigenkapitals	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Buchwert/Aktie (€)	11,79	11,67	11,62	15,51	23,14	26,53	25,84	25,34
Anfängliches Investment	12,50							
Rendite auf anfängliches Investment	-5,68%	-6,65%	-7,02%	24,04%	85,14%	112,20%	106,73%	102,69%
IRR auf anfängliches Investment	-5,68%	-3,38%	-2,40%	5,53%	13,11%	13,36%	10,93%	9,23%

Quelle: ISA (a), BankM Research (e); das Absinken des Buchwerts und der Rendite im siebten und achten Jahr unserer Prognose liegt an Erhaltungsinvestitionen und deren Abschreibung (auch für den Neubau), für die wir keine staatliche Förderung im Modell vorgesehen haben.

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: BankM AG (BankM), Frankfurt.

Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Dr. Roger Becker, CEFA, Analyst. Wir bedanken uns bei Patrick Memmleb für seine qualifizierte Unterstützung im Rahmen seines Praktikums.

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die International School Augsburg gAG.

Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Keine.

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen -15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als -15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

5.02.2021, 10:00 (MEZ)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 4.02.2021, 17:30 (MEZ)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der BankM, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,**
- **waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **waren innerhalb der vergangenen 12 Monate an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, und haben aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,**
- **haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.**

2. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der BankM durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

3. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

4. Aktuelle Angaben gemäß Delegierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen. Für die Platzierung (öffentliches Angebot) und das Listing der Aktie im m:access der Börse München wurde ein Prospekt erstellt. Dieser Prospekt wurde von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gebilligt und kann auf [www. https://investor.isa-augsburg.com/home.aspx](https://investor.isa-augsburg.com/home.aspx) heruntergeladen werden. Potenzielle Investoren wird dringend empfohlen, diesen Prospekt zu lesen bevor sie Aktien des Unternehmens erwerben.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2021 BankM AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.