

30. November 2021
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

IGP Advantag AG

Umweltschutz und Demographie als wichtige Wachstumstreiber

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,90 € | Kursziel: 3,90 € (zuvor: 3,60 €)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	10
Strategie.....	15
Finanzen.....	18
Equity-Story	22
DCF-Bewertung.....	25
Fazit	28
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	29
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	30
Impressum & Disclaimer.....	31

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Baudienstleistungen
Mitarbeiter:	ca. 380 (inkl. Partner)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWVR2
Ticker:	A62:GR
Kurs:	1,90 Euro
Marktsegment:	Primärmarkt D-dorf
Aktienanzahl:	27,7 Mio. Stück
Market-Cap:	52,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	48,7 Mio. Euro
Free Float:	ca. 8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,54 / 1,41 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 3 M):	5,1 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Der IGP Advantag-Konzern gehört zu den führenden Anbietern von baunahen Dienstleistungen, die das Unternehmen vor allem, aber nicht nur, für öffentliche Auftraggeber erbringt. Das Leistungsspektrum erstreckt sich von der Frühphase von Immobilienprojekten bis zur schlüsselfertigen Errichtung von Gebäuden und deren Betreuung. Ein besonderer Schwerpunkt hat sich in den letzten Jahren bei Gesundheits- und Bildungsimmobilen herausgebildet, aber auch teils spektakuläre Objekte aus dem Wirtschafts- und Infrastrukturbau zählen ebenso zu den Referenzen wie Wohnungsbauprojekte. Aktuell legt IGP den Fokus verstärkt auf das Thema Green Building, wofür speziell ein eigenes Konzept für CO₂-neutrale Immobilien in Holzhybridbauweise entwickelt wurde, das nach Unternehmensangaben derzeit auf ein großes Interesse im Markt stößt. Auch sonst berichtet IGP von einer lebhaften Nachfrage und konnte in diesem Jahr bereits mehrere große Aufträge akquirieren. Darüber hinaus ist mit dem Erwerb eines großen Areals in Fürstenwalde, auf dem in den nächsten Jahren ein Bildungs- und Gesundheitscampus errichtet werden soll, der Einstieg in die Entwicklung eigener Immobilienprojekte gelungen.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	37,9	59,2	79,2	105,4	132,6	144,9
EBIT (Mio. Euro)	2,9	3,5	5,4	9,8	10,6	12,2
Jahresüberschuss	1,1	1,7	2,9	5,9	6,4	7,6
EpS	0,04	0,06	0,11	0,21	0,23	0,27
Dividende je Aktie	0,00	0,02	0,04	0,07	0,12	0,14
Umsatzwachstum	2,1%	56,5%	33,6%	33,2%	25,8%	9,3%
Gewinnwachstum	-	46,4%	76,6%	99,0%	9,8%	17,4%
KUV	1,39	0,89	0,67	0,50	0,40	0,36
KGV	46,3	31,6	17,9	9,0	8,2	7,0
KCF	59,6	18,0	9,5	6,4	6,2	5,5
EV / EBIT	9,3	8,3	5,6	3,7	3,5	3,1
Dividendenrendite	0,0%	1,0%	1,8%	3,7%	6,1%	7,2%

Executive Summary

- **Etablierter Spezialist für baunahe Dienstleistungen:** In seinem Kerngeschäft, der ganzheitlichen Betreuung von großen Bauprojekten, in dem das Unternehmen seit 20 Jahren aktiv ist, gehört der Konzern zu den führenden Anbietern in Deutschland. Das Leistungsportfolio erstreckt sich von der Generalplanung über die Projektsteuerung, die Durchführung und Bauleitung, bis zur Objekt- und Qualitätsüberwachung. Über eine Tochtergesellschaft ist der Konzern zudem im Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten aktiv, in dem das Unternehmen derzeit sehr hohe Wachstumsraten verzeichnet.
- **Erweiterung des Leistungsspektrums:** In den letzten Jahren hat IGP das eigene Leistungsspektrum auf die früheren Projektphasen (Planung, Genehmigungsprozess) ausgeweitet. Insbesondere in planungs- und baurechtlich anspruchsvollen Fällen, bei denen der Konzern über eine große Expertise und einen überzeugenden Track-Record verfügt, erschließt das ein margenstarkes Potenzial. Eine ähnliche Chance bietet die zunehmende Übernahme der Gesamtverantwortung für die schlüsselfertige Herstellung von Gebäuden. Schließlich ist in diesem Jahr mit dem Erwerb eines großen Areals in Fürstenwalde, auf dem ein Bildungs- und Gesundheitscampus errichtet werden soll, der Einstieg in die Entwicklung eigener Immobilienprojekte gelungen, von der IGP zukünftig nicht nur als Dienstleister, sondern auch als Investor profitieren wird.
- **Hochprofitables Kerngeschäft:** Im Kerngeschäft baunahe Dienstleistungen arbeitet IGP schon seit Jahren mit zweistelligen operativen Margen. Auf Konzernebene wird dies etwas durch den großen Umsatzbeitrag des niedrigmarginigen Handelsgeschäfts verdeckt, doch mit einer EBITDA-Marge von 13,8 Prozent war die Profitabilität im letzten Geschäftsjahr auch auf Konzernebene sehr solide.
- **Green Building als Wachstumstreiber:** Mit dem Dienstleistungsangebot adressiert IGP schwerpunktmäßig öffentliche Auftraggeber, deren Umsatzanteil derzeit bei rund 60 Prozent liegt. Vor allem im Bildungsbereich (wegen des Investitionsrückstands) sowie im Gesundheitssektor (demographiebedingt) sieht IGP unabhängig von der Konjunktur auch für die nächsten Jahre eine große Nachfrage. Darüber hinaus dürfte das Thema Klimafreundlichkeit von Gebäuden, bei dem IGP dank der Aktivitäten im Emissionshandel und der Erfahrungen mit der Errichtung CO₂-neutraler Gebäude für sich eine Führungsrolle beansprucht, für einen weiteren Nachfrageschub sorgen. In Erwartung einer hohen Dynamik in diesem Bereich hat IGP seine Expertise für Green Building in diesem Jahr durch eine Übernahme sowie durch den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung weiter ausgebaut.
- **Software-Geschäft wird ausgebaut:** Eine weitere Wachstumsoption bietet das Geschäft mit der eigenen BIM-Software [überbau], die seit dem letzten Jahr auch extern vermarktet wird. Im Erfolgsfall könnte für IGP daraus ein wachstumsstarkes und sehr margenträchtiges Standbein werden, das zudem dank einem SaaS-Lizenzmodell für einen wachsenden Anteil an wiederkehrenden Einnahmen sorgen würde.
- **Hohes Kurspotenzial:** IGP verfügt über eine gute Marktstellung, vielversprechende Wachstumsperspektiven und über ein großes Auftragspolster. Auf dieser Basis sehen wir das von uns für die Wertermittlung zugrunde gelegte Wachstumsszenario gut begründet. Das daraus resultierende Kursziel beläuft sich auf 3,90 Euro und signalisiert somit für die IGP-Aktie ein Verdopplungspotenzial. In Kombination mit dem stimmigen Gesamtbild rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Seit Jahrzehnten etablierte Position als Anbieter von baunahen Dienstleistungen mit einer Vielzahl an exzellenten Referenzen und einem großen brancheninternen Netzwerk.
- In den letzten Jahren wurden im Kerngeschäft ein starkes Wachstum und hohe Margen erzielt.
- Starke Marktstellung bei öffentlichen Bauvorhaben und bei planungsrechtlich anspruchsvollen Projekten.
- Stabile Aktionärsstruktur mit einer sehr großen Mehrheit in den Händen der Gründer, die zudem das Unternehmen weiterhin leiten.
- Ein vielversprechendes Auftragsportfolio in der Projektentwicklung, aus dem in den nächsten Jahren hohe Erträge generiert werden können.
- Bilanz weist eine sehr hohe Eigenkapitalquote und eine Nettoliquidität auf.

Chancen

- In den adressierten Marktsegmenten Gesundheit und Bildung ist wegen des bestehenden Investitionsrückstands bzw. der demographischen Entwicklung ein großer Baubedarf erkennbar.
- Dank der Positionierung im Handel mit CO2-Zertifikaten und der Expertise beim nachhaltigen Bauen spielt die wachsende Bedeutung des Klimaschutzes im Gebäudesektor IGP in die Karten.
- Der Zertifikatehandel wächst derzeit mit sehr hohem Tempo und könnte zunehmend positiv zum Ergebnis beitragen.
- Der vollzogene Einstieg in die Entwicklung eigener Immobilienprojekte verspricht deutlich höhere Margen und kann für eine zusätzliche Auslastung im Dienstleistungsbereich sorgen.
- Die BIM-Software bietet großes Potenzial für marginstarke und wiederkehrende Erlöse.

Schwächen

- Die Geschäftsentwicklung kann von einzelnen Aufträgen und deren zeitlichen Verlauf stark beeinflusst werden, was für eine erhöhte Volatilität der Erträge sorgen kann.
- Das Handelsgeschäft mit CO2-Zertifikaten ist ausgesprochen margenarm und noch nicht nachhaltig profitabel.
- Der Einsatz der BIM-Software außerhalb der eigenen Projekte hat noch nicht richtig an Schwung gewonnen.
- Der mit Abstand größte Bilanzposten ist der Goodwill, dessen planmäßige Abschreibung die Ergebnisentwicklung noch auf Jahre belasten wird.
- Der geringe Freefloat und die niedrige Handelsliquidität schränken die Attraktivität der Aktie für größere Investoren noch ein.

Risiken

- Durch den geplanten Ausbau des eigenen Projektgeschäfts nimmt IGP auch die üblichen Projektrisiken in Kauf, darüber hinaus dürfte hierdurch die Volatilität der Erträge zunehmen.
- Länger anhaltende Lieferengpässe könnten die Zeitpläne und die Kalkulation der eigenen Projekte und der Festpreisaufträge belasten. Auch sind nachteilige Auswirkungen auf die Beauftragungsbereitschaft für neue Projekte möglich.
- Der Markterfolg der BIM-Software könnte hinter den Erwartungen bleiben.
- Aus der umfassenden Zusammenarbeit mit dem Großaktionär im Projektgeschäft könnten sich Interessenkonflikte ergeben.
- Der geplante Akquisitionskurs, zumal im Ausland, birgt Fehleinschätzungs-, Preis- und Integrationsrisiken.

Profil

Ein integrierter Baudienstleister

Die IGP-Gruppe in ihrer heutigen Form ist im Frühjahr 2020 aus einem Reverse Takeover hervorgegangen, in dessen Rahmen die IGP Ingenieur AG und die IGP Projekt GmbH, die beiden operativen Kerne des gegenwärtigen Konzerns, im Zuge einer Sachkapitalerhöhung in die deutlich kleinere, aber börsennotierte Advantag AG eingebracht wurden, die anschließend in IGP Advantag umfirmiert wurde und als Muttergesellschaft des neuen Konzerns fungiert. In dieser Aufstellung stellt der IGP-Konzern einen integrierten Dienstleister für die gesamte Wertschöpfungskette der Bauindustrie dar. Das Leistungsspektrum reicht von der Identifikation geeigneter Objekte (für eigene Projekte), über sämtliche Planungsaspekte, die Vorbereitung und die Mitwirkung bei der Vergabe der Aufträge für die ausführenden Tätigkeiten, deren Überwachung, Steuerung und Dokumentation, bis zur Objektbetreuung. Dabei erbringt IGP einzelne Teilleistungen oder verantwortet als Generalübernehmer die komplette Errichtung des Objekts, das nach Fertigstellung schlüsselfertig an den Auftraggeber übergeben wird. Vervollständigt wird das Angebot durch den Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten, das Kerngeschäft der „alten“ Advantag AG, mit dem sich die Gruppe in einer Vorreiterrolle beim Thema Klimaschutz in der Bau- und Immobilienbranche sieht.

Etablierte Marktposition

Während die „alte“ Advantag AG seit ihrer Gründung im Jahr 2009 das Geschäft mit dem Handel von Emissionszertifikaten betreibt, reichen die Wurzeln der IGP-Gruppe bis 1998 zurück. Seitdem hat das Unternehmen weit über 500 Immobilienprojekte im In- und Ausland begleitet und nach eigenen Angaben zu 100 Prozent erfolgreich abgeschlossen. Die dabei realisierte Bruttogeschossfläche beziffert das Unternehmen auf mehr als 3 Mio. Quadratmeter. Aktuell beschäftigt der Konzern rund 160 eigene Mitarbeiter, darüber hinaus kann auf weitere ca. 220 Fachkräfte aus mehreren Partnerunternehmen zurückgegriffen werden, zu denen IGP enge, teilweise seit Jahrzehnten

etablierte, Beziehungen unterhält. Die Unternehmenszentrale von IGP liegt in Berlin, weitere Niederlassungen unterhält der Konzern in den deutschen Metropolen München, Hamburg und Düsseldorf. Darüber hinaus ist der Emissionshandel in niederrheinischen Geldern angesiedelt. Die Börsennotiz besteht seit 2013 im Primärmarkt der Börse Düsseldorf, seit 2020 wird die Aktie zudem auch auf Xetra gehandelt.

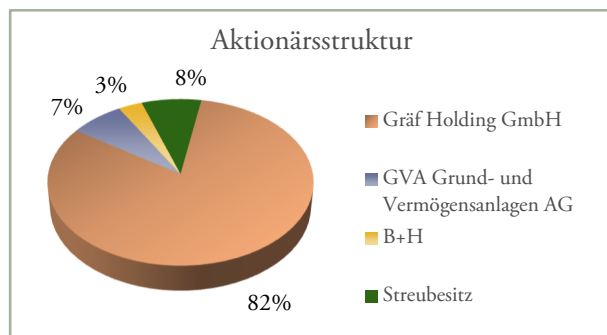
Gründer im Vorstand

Geleitet wird IGP von einem zweiköpfigen Vorstand, in dem die beiden Gründer der zwei Unternehmen, aus denen die heutige Gruppe gebildet wurde, vertreten sind. Stefan Gräf, der vor der Gründung der IGP Ingenieurbüro Gräf und Partner GbR, der Keimzelle der IGP-Gruppe, unter anderem vier Jahre lang als Projektleiter und Oberbauleiter bei der Ed. Züblin AG aktiv war, ist im Vorstand vor allem für alle immobilienpezifischen Fragestellungen sowie für die Konzernplanung und -strategie verantwortlich. Demgegenüber ist der bisherige Werdegang von Raik Oliver Heinzemann, dem Gründer der Advantag AG, stärker von Stationen im Banken- und Finanzsektor geprägt, weswegen mehrere Zentralfunktionen wie Compliance, Börsenlistung sowie Finanz- und Rechnungswesen bei ihm angesiedelt sind. Inhaltlich liegt sein Schwerpunkt zudem auf dem Thema Klimaschutz. Über große Erfahrung und lange Betriebszugehörigkeit verfügt auch die zweite Führungsebene. Diese besteht aus rund einem Dutzend Personen, die als Geschäftsführer bzw. als Vorstände der Tochtergesellschaften bzw. als Abteilungs- oder Projektleiter Führungsaufgaben wahrnehmen und teilweise bereits seit 20 Jahren zum Team zählen.

Aktienmehrheit in Gründerhand

Die prägende Rolle der Gründer spiegelt sich auch in der Aktionärsstruktur wider, wobei diese vor allem von Herrn Gräf dominiert wird, dem aktuell 81,6 Prozent der Anteile zuzurechnen sind. Weitere 7,2

Prozent liegen bei der GVA Grund- und Vermögensanlagen AG, in welcher der Aufsichtsratsvorsitzende Friedrich Orth, der das Unternehmen ebenfalls bereits seit vielen Jahren begleitet, Großaktionär und Vorstand ist. Ein drittes Paket in Höhe von 3,2 Prozent (B+H) gehört den Vorbesitzern der in diesem Jahr akquirierten BRH Generalplaner GmbH, die auch weiterhin in operativer Verantwortung sind. Der Freefloat beläuft sich aktuell auf knapp 8,0 Prozent, womit er innerhalb der letzten zwölf Monate bereits verdoppelt wurde. Gleichwohl strebt das Unternehmen eine weitere Erhöhung des Streubesitzes an, um die Handelbarkeit der Aktie zu verbessern. Im Rahmen des Eigenkapitalforums wurde ein Freefloat von ca. 25 Prozent als Ziel ausgegeben, was aber nicht über Umplatzierungen, sondern über die Ausgabe neuer Aktien zur Wachstumsfinanzierung erfolgen soll.



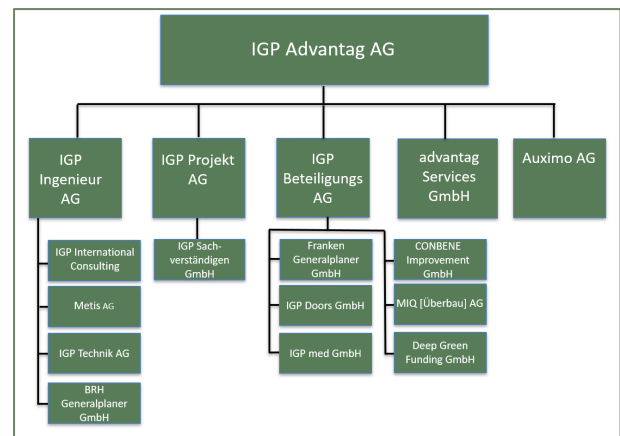
Quelle: Unternehmen, Stand 17.08.2021

Klare Holdingstruktur

Innerhalb des Konzerns fungiert die IGP Advantag AG als Managementholding, die zentrale Funktionen wahrnimmt. Unterhalb der Konzernmutter umfasst der Konsolidierungskreis fünf direkte und vier indirekte Töchter, die für das operative Geschäft verantwortlich sind. Darüber hinaus bestehen indirekte Minderheitsbeteiligungen an sieben weiteren Unternehmen mit Spezialexpertise in Bereichen wie etwa Türen, Medizinbau, Sachverständigengutachten oder Einwerbung von Fördermitteln für Green Building (siehe Abbildung). Diese Beteiligungen befinden sich noch größtenteils im Mehrheitsbesitz der jeweiligen Gründer und Know-how-Träger, sind aber operativ eng in die IGP-Gruppe eingebunden.

Kerngesellschaft IGP Ingenieur

Die mit Abstand größte Einheit ist die IGP Ingenieur AG, die Dienstleistungen rund um die Planung, Steuerung und Abwicklung von Bauprojekten anbietet und verstärkt auch als Generalübernehmer auftritt, der Bauprojekte zu einem Festpreis schlüsselfertig plant und errichtet. Diese Kernkompetenz des Konzerns wurde in diesem Jahr durch eine Akquisition gestärkt, in deren Rahmen die BRH Generalplaner GmbH aus Berlin komplett übernommen wurde. Das Unternehmen ist wie IGP als ganzheitlicher Bau-dienstleister (von der Grundlagenermittlung bis zur Betreuung des fertigen Objekts) tätig und verfügt über eine besondere Stärke im Bereich des Holzbaus.



Quelle: Unternehmen

Spezialist für Projektentwicklung

Während IGP Ingenieur ihren Schwerpunkt in Spätphasen von Immobilienprojekten hat (Vergabe der Bauleistungen, Bauüberwachung, -steuerung und -dokumentation, Objektbetreuung), deckt IGP Projekt, die zweitgrößte Einheit des Konzerns, mit ihren Dienstleistungen die Frühphase ab (Grundlagenermittlung, Vorplanung). Die IGP Projekt GmbH erbringt diese Dienstleistungen noch vor allem für fremde Projektentwicklungen, ist aber strategisch auch für den Aufbau des Geschäfts mit eigenen Projekten zuständig. Diesbezüglich konnte in diesem Herbst ein erster großer Erfolg mit dem Ankauf des 5,5 Hektar umfassenden Areals Jagdschloss Fürstenwalde/ Spree gemeldet werden, auf dem in den nächsten Jahren ein neuer Bildungs- und Gesundheitscampus (mit Wohnungen) errichtet werden soll. Der An-

kauf ist allerdings nicht über die IGP Projekt GmbH erfolgt, sondern über ihre Schwestergesellschaft IGP Beteiligungen AG, in der zukünftig neben den Minderheitsbeteiligungen auch die Anteile an eigenen Projekten gehalten werden sollen.

Etablierter Zertifikatehandel

Das Thema Klimaschutz mit einem Schwerpunkt auf dem Handel von Emissionszertifikaten obliegt der Tochter advantag Service GmbH, dem operativen Kern der „alten“ Advantag AG, die das Geschäft seit mehr als zehn Jahren betreibt und in dieser Zeit mehr als 55 Mio. Emissionszertifikate an- und wieder verkauft hat.

Dienstleistungsgeschäft dominiert

Gemessen am Umsatz spielt der Zertifikatehandel für den IGP-Konzern eine gewichtige Rolle: Im letzten Geschäftsjahr belief sich sein Anteil an den Konzernerlösen auf 16 Prozent, in den ersten sechs Monaten 2021 waren es sogar 61 Prozent. Allerdings relativiert sich diese Zahl erheblich bei der Betrachtung des Wertschöpfungsbeitrags, also des Rohertrags. Hierzu trug der Zertifikatehandel, in dem eine sehr geringe Rohmarge erwirtschaftet wird, im ersten Halbjahr nach unseren Berechnungen lediglich 2 Prozent bei, der „Rest“ stammte aus der Erbringung von Bau- und Dienstleistungen. Die genauen Gewichte können sich zwar durch die diskontinuierlich anfallenden Erlöse aus größeren Projekten durchaus spürbar verschieben, doch an der klaren Dominanz des Dienstleistungsgeschäfts ändert diese Einschränkung nichts.

Expertise für anspruchsvolle Projekte

Ein Markenzeichen von IGP im Kerngeschäft ist die ausgesprochene Expertise im erfolgreichen Abschluss von Projekten, die entweder von Anfang an aus unterschiedlichen Gründen als besonders anspruchsvoll gelten, oder die ins Stocken geraten sind und für deren Fortsetzung und Abschluss die Planungs-, Steuerungs- und Überwachungsleistungen neu vergeben werden. Ein Paradebeispiel dafür ist der neue Berliner Flughafen, für dessen Fertigstellung IGP in der Krise 2013 an Bord geholt wurde. Seitdem wurden die aufgedeckten Mängel systematisch erfasst und abgearbei-

tet, was mit der offiziellen Eröffnung Ende Oktober 2020 gekrönt wurde. Auch sonst sieht IGP seine besondere Stärke im öffentlichen Bau, was der hohe Anteil (60 Prozent) der Gesamtleistung, die mit Auftraggebern aus dem öffentlichen Sektor erzielt wird, unterstreicht. Thematisch liegt der Fokus vor allem auf den Bereichen Bildung und Gesundheit, aber auch im Wohnungsbau, auf den derzeit rund 50 Prozent der Aufträge entfallen. Regional liegt ein klarer Schwerpunkt in Deutschland, wobei im Ausland ebenfalls bereits große und renommierte Projekte begleitet wurden.

Starke Referenzen

Zu diesen gehören zum Beispiel das neue Wembley-Stadion in London, eine Metro-Linie in Dubai und ein spektakuläres Hochhaus in Madrid. Die meisten Referenzen liegen aber in Deutschland. Hierzulande wurde IGP insbesondere für den Bau mehrerer großer Wohnquartiere engagiert, darüber hinaus zeigt die Referenzübersicht mehrere Hotels, Automobilfabriken und andere Gewerbeimmobilien. Insgesamt hat die IGP-Gruppe weit über 500 Projekte begleitet und nach eigener Aussage allesamt erfolgreich abgeschlossen.

Attraktives Projektportfolio

Als Zwischenschritt zwischen der bisher dominierenden reinen Dienstleistung und der für die Zukunft geplanten (bzw. mit dem Erwerb des Areals in Fürstentum nun aufgenommenen) Projektentwicklung auf eigene Rechnung betreut IGP aktuell ein Portfolio aus mehreren Vorhaben im Besitz des Großaktionärs bzw. von Personen aus dem Umfeld des Unternehmens. Für diese Projekte erbringt IGP die komplette Palette der eigenen Dienstleistungen bis zur Funktion als Generalübernehmer, darüber hinaus wurde eine Erfolgsbeteiligung an der Wertsteigerung vereinbart. Eine herausragende Bedeutung haben davon insbesondere drei Projekte. Dazu gehört die Entwicklung und Errichtung eines Gesundheitscampus in Steinfurt bei Münster mit einem Bauvolumen von 80 Mio. Euro, in dessen Rahmen bis 2023 Objekte mit einer Bruttogeschossfläche von 35,5 Tsd. qm für die Nutzungen Reha, Pflege und Wohnen errichtet werden sollen. Ein ähnliches finanzielles Projektvolumen hat der

Neubau eines aus zwei Gebäuden bestehenden, CO₂-neutralen Bürokomplexes in Holzhybrid-Bauweise in Berlin, der schon nächstes Jahr fertiggestellt werden soll. Das gleiche Konzept (CO₂-neutral und in Holzhybrid-Bauweise) soll schließlich bei einem Startup-Campus in Essen umgesetzt werden, mit dessen Entwicklung IGP in diesem Frühjahr beauftragt wurde.

Technologisch führende Softwarelösung

Vervollständigt wird das Geschäftsmodell des Konzerns durch die zunächst für den Eigengebrauch entwickelte BIM-Software [überbau] (BIM steht für Building Information Management). Diese Aktivitäten werden von der Metis AG, die Ende 2017 als Ausgründung aus der IGP Ingenieur AG entstanden ist, verantwortet. Nachdem das Produkt in den vergangenen Jahren intern entwickelt und in zahlreichen Kundenprojekten erfolgreich eingesetzt wurde, wird es seit dem letzten Jahr auch losgelöst von den übrigen Aktivitäten vertrieben. Die Software richtet sich an Bau-

herren, Generalunternehmen, Projektentwickler, Banken, Architekturbüros etc. und ermöglicht ein digitales und vernetztes Management des gesamten Bauprozesses. Dadurch können alle Beteiligten jederzeit mit aktuellen Daten versorgt werden, wodurch zeitliche und inhaltliche Planungs- und Ablaufkonflikte vermieden oder zumindest rechtzeitig identifiziert werden können. Die damit erzielbaren Kosten- und Zeiteinsparungen sind so groß, dass die Lizenzkosten für die Software, die sich am Bauvolumen und der Projektlaufzeit orientieren, sogar in den achtstelligen Bereich reichen können, ohne ihre Vorteilhaftigkeit zu gefährden. Einer Beispielrechnung von IGP zufolge werden im Rahmen eines 1,7 Mrd. Euro schweren Bauprojekts in Berlin über die Laufzeit von sieben Jahren voraussichtlich Lizenzerlöse in Höhe von 10,2 Mio. Euro vereinnahmt werden. Noch steht die externe Vermarktung aber in ihren Anfängen und soll im nächsten Jahr vertrieblich intensiviert werden.

Marktumfeld

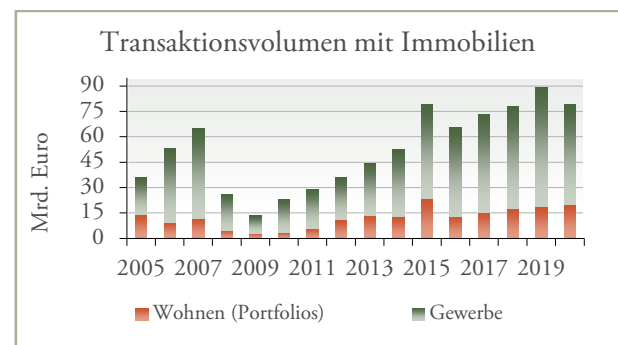
Zinsen (noch) attraktiv

Die zentrale Determinante für den Immobilienmarkt ist das Zinsniveau, das sich in Europa seit Jahren auf einem historischen Tief befindet. Der Hauptrefinanzierungszins der EZB liegt seit März 2016 bei 0,0 Prozent, die Einlagefazilität, also der Zins, zu dem Banken Liquidität kurzfristig bei der EZB „parken“ können, liegt seit 2014 im negativen Bereich und seit 2019 bei -0,5 Prozent. Auch die Geldmarktzinsen und die Umlaufrendite der öffentlichen Anleihen liegen in Deutschland im negativen Bereich. Im laufenden Jahr hat die deutlich erhöhte Preisdynamik zwar auch für einen leichten Anstieg der Marktzinsen gesorgt, dieser blieb aber bislang sehr moderat, da die EZB noch an ihrer Politik festhält. Die Umlaufrendite öffentlicher Anleihen betrug Ende November 2021 -0,36 Prozent, nach -0,58 Prozent vor einem Jahr, die Hypothekendarlehen haben sich in dieser Zeit von -0,33 Prozent auf 0,0 Prozent verteuert (Quelle: Bundesbank). Anders als in den Vorjahren, ist der Zinsausblick nun mit einer etwas erhöhten Unsicherheit verbunden. Sollte sich die Teuerung auch 2022 auf einem hohen Niveau bewegen, dürfte auch die EZB der amerikanischen Zentralbank, die ihre geldpolitische Wende bereits eingeleitet hat, folgen.

Investorennachfrage ungebrochen

Das Zinstief ist die zentrale Ursache des anhaltenden Investorensturms auf deutsche Immobilien, weil sie mit ihren positiven Renditen und vergleichsweise begrenzten Risiken als attraktive Anlage gelten, sei es für Kapitalanleger oder auch für Eigennutzer von Wohnimmobilien, die eine selbst genutzte Wohnung in Zeiten rückläufiger Renditen aus Anleihen und Lebensversicherungen auch als ein Element der Altersvorsorge sehen. Ein verlässlicher Indikator für das anhaltend gute Investoreninteresse ist das Volumen der Immobilientransaktionen. Dieses hat sich nach Angaben von Ernst & Young (Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2021) im Bereich der Gewerbeimmobilien seit 2009 von 10,1 Mrd. Euro auf über 70 Mrd. Euro im Jahr 2019 mehr als versie-

benfacht, bei Wohnimmobilien wurde im selben Zeitraum ein Anstieg von 3,8 auf knapp 19 Mrd. Euro verzeichnet. Das letzte Jahr brachte zwar coronabedingt im Bereich der Gewerbeimmobilien eine Abkühlung, doch insgesamt wurde damit das zweitbeste Jahr erzielt. Auch im laufenden Jahr setzt sich die hohe Dynamik fort. Die Marktexperten von JLL Research berichten für den Zeitraum Januar bis September von Immobilientransaktionen in Deutschland in Höhe von 60,8 Mrd. Euro, fünf Prozent mehr als vor einem Jahr. Hiervon entfielen fast 27 Mrd. Euro allein auf das dritte Quartal, das somit zu den stärksten Quartalen überhaupt zählte. Da in die Zahlen des vierten Quartals auch die Übernahme von Deutsche Wohnen durch Vonovia einfließen dürfte, rechnet JLL für das Gesamtjahr sogar mit einem Volumen von bis zu 100 Mrd. Euro und damit mit einem neuen Rekordwert (Quelle: JLL Research: Investmentmarktüberblick Deutschland | 3. Quartal 2021; andere Abgrenzung als bei Ernst & Young).

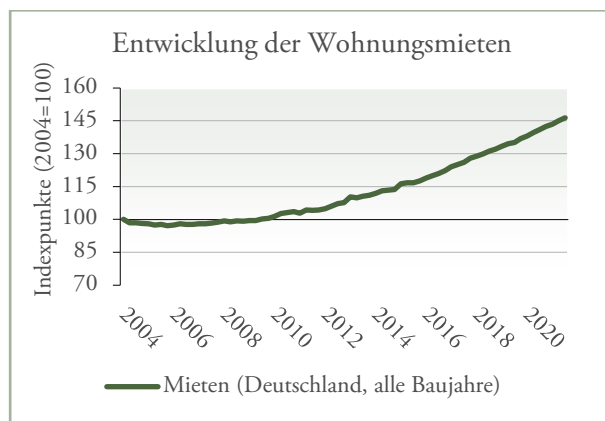


Quelle: Ernst & Young

Steigende Mieten

Die starke Nachfrage nach deutschen Immobilien gibt es aber nicht nur am Kapitalmarkt, sondern auch realwirtschaftlich. Während im Wohnimmobilienbereich vor allem demographische Faktoren wie der hohe positive Wanderungssaldo – sowohl nach Deutschland als auch innerhalb des Landes in die Großstädte – und die abnehmende durchschnittliche

Haushaltsgröße für einen zusätzlichen Bedarf sorgen, war es bei den Gewerbeimmobilien die bis zum Ausbruch der Corona-Krise seit zehn Jahren solide wirtschaftliche Entwicklung. Abzulesen sind diese Trends zum Beispiel an steigenden Wohnungsmieten, die im bundesdeutschen Durchschnitt seit Anfang 2010 um 44,5 Prozent auf zuletzt 8,76 Euro pro Quadratmeter zugelegt haben (Quelle: empirica-Immobilienpreisindex III/2021).

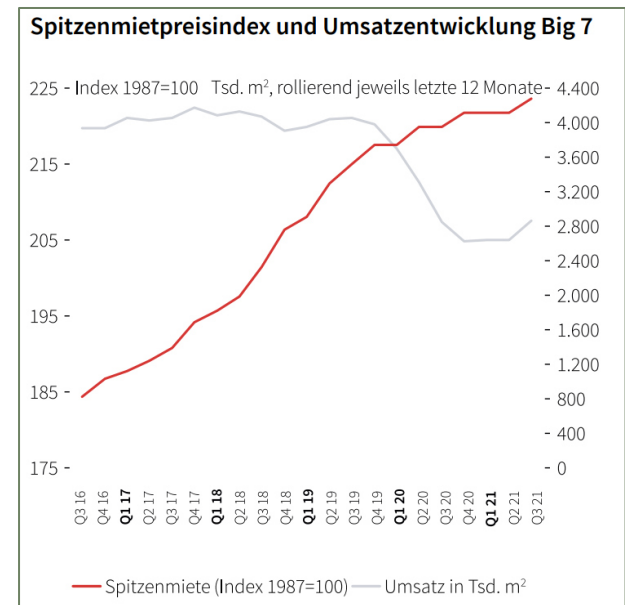


Quelle: Empirica

Trendumkehr beim Büroleerstand

Auch die Büromieten sind in den letzten Jahren stetig gestiegen, nach Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) beträgt der kumulierte Zuwachs zwischen 2010 und 2020 mehr als ein Drittel, wobei sich der Anstieg auch 2020 fortgesetzt hat. Deutlichere Spuren hat die Pandemie beim Flächenumsatz, das heißt, bei der neu vermieteten Bürofläche, hinterlassen. Bezogen auf die größten sieben deutschen Bürostädte hat sich der Flächenumsatz in den ersten neun Monaten 2021 zwar im Vorjahresvergleich um gut 12 Prozent erholt, dennoch dürfte der erwartete Jahresumsatz trotz der Erholung gegenüber 2020 um etwa 20 Prozent unter dem Durchschnittswert der Jahre 2016 bis 2020 liegen (Quelle: JLL Research: Büromarktüberblick, Big 7 | 3. Quartal 2021). Auch die Büroleerstände, die sich zuvor jahrelang immer weiter reduzierten, haben 2020 coronabedingt eine Trendwende vollzogen. Da sich der Flächenbedarf wegen der Pandemie auch strukturell verändert hat, hat sich der Anstieg der Leerstände auch in diesem Jahr fortgesetzt. Zum Ende des dritten Quartals beziffert JLL den flächenbezogenen Büroleerstand an

den sieben Top-Standorten auf 4,5 Prozent, 1,5 Prozentpunkte mehr als vor 2019. Zudem rechnen die Marktexperten mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung und mit einem Anstieg bis auf 5,0 Prozent im nächsten Jahr.

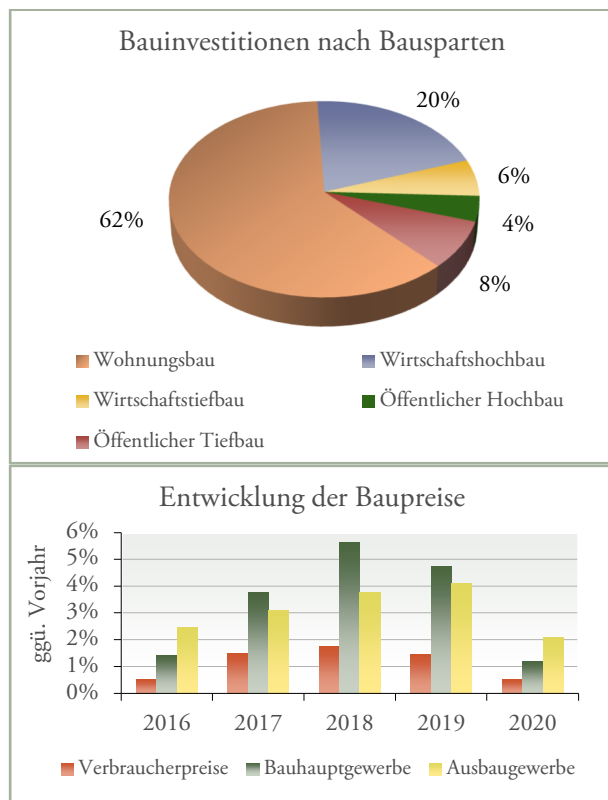


Quelle: JLL Research: Büromarktüberblick

Bauinvestitionen vom Wohnungsbau geprägt

Die hohe Nachfrage nach Wohnungen, Büros etc. hat die Bauaktivitäten in Deutschland in den letzten Jahren stark beflügelt. So sind nach Angaben des Statistischen Bundesamtes die Bauinvestitionen real zwischen 2015 und Ende 2020 um 16,8 Prozent gewachsen. Im letzten Jahr beliefen sie sich auf 387 Mrd. Euro, rund 3,6 Prozent mehr als 2019. Etwa 61,5 Prozent davon entfielen auf den Wohnungsbau, 26 Prozent auf den Wirtschaftsbau und etwas mehr als 12 Prozent auf den öffentlichen Bau (hiervon rund zwei Drittel im Tiefbau). Das größte Teilsegment ist das Bauhauptgewerbe, auf das fast 35 Prozent der Bauinvestitionen entfallen, gefolgt vom Ausbaugewerbe mit 28,5 Prozent. Auf Dienstleistungen entfallen mehr als 16 Prozent aller Bauinvestitionen. Eine deutlich dynamischere Entwicklung als die volkswirtschaftliche Betrachtung der – preisbereinigten – Bauinvestitionen zeigt der Blick auf die Branchenumsätze, in denen auch die starken Preiseffekte enthalten sind. So haben sich zwischen 2010 und 2020 die Erlöse im deutschen

Bauhauptgewerbe um fast zwei Viertel auf 143 Mrd. Euro erhöht, wobei der Zuwachs im Wohnungsbau mit 106 Prozent auf 54 Mrd. Euro am stärksten war. Am schwächsten ausgeprägt war die Dynamik im öffentlichen Bau, wo die Umsätze in dem Zehnjahreszeitraum um 49 Prozent auf 39 Mrd. Euro zugelegt haben.

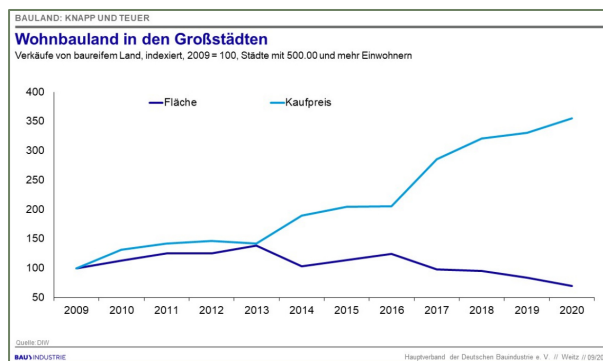


Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

Bauland als Engpass

Als wichtigste Bremse und zentraler Kostentreiber gilt die Knappheit an verfügbarem Bauland, gerade in den Metropolen. Dementsprechend hat sich baureifes Bauland im Bundesdurchschnitt zwischen 2009 und 2020 um 63 Prozent auf 199 Euro pro qm verteuert, in Städten mit mehr als 500.000 Einwohnern hat sich der Preis sogar mehr als verdreifacht, auf 1.213 Euro pro qm. Wie knapp die verfügbare Fläche ist, zeigt die Tatsache, dass es trotz der rasanten Preissteigerung nicht gelingt, das Angebot auch nur konstant zu halten. In den Großstädten wurden 2019 2,6 Mio. Quadratmeter Bauland verkauft, der niedrigste Wert seit 2009 und 40 Prozent weniger als 2011. Für Entwickler wie IGP, die über eine große Expertise bei der

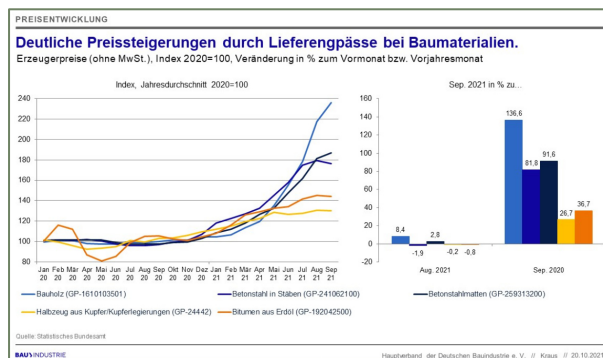
Schaffung von Baurecht aus anspruchsvollen Konstellationen verfügen, bietet diese Situation aber auch große Chancen, weil die Bereitschaft von Kommunen für Revitalisierungs- und Umwidmungsprojekte entsprechend steigt.



Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

Hohe Kostensteigerungen

Die steile Entwicklung der Baulandpreise ist der wichtigste, aber nicht der einzige Grund für die rasch steigenden Baupreise. Auch die Lohn- und Materialkosten zeigten in den letzten Jahren steile Aufwärtstrends: Während sich der Tariflohn in der Bauwirtschaft (Westdeutschland) zwischen 2015 und 2020 um 16 Prozent erhöhte und diesen Anstieg trotz Corona auch 2020 fortsetzte, gab es bei wichtigen Vorprodukten wie Betonstahl in Stäben oder Bitumen letztes Jahr eine deutliche Korrektur der vorangegangenen Verteuerung, die aber im laufenden Jahr wieder mehr als aufgeholt wurde. Gegenüber September 2020 haben sich die Preise um bis zu 82 Prozent (Betonstahl) erhöht.



Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

Produktivitätsfortschritt erforderlich

Auch wenn die aktuelle massive Beschleunigung des Kostenanstiegs zumindest teilweise auf vorübergehende Störungen der Lieferketten infolge der Pandemie zurückzuführen ist, ist für die Zukunft zu erwarten, dass der Kostendruck bestehen bleibt. Damit stellt sich für die Bauwirtschaft die Aufgabe, ihre Ressourceneffizienz zu erhöhen. Eine wichtige Rolle wird diesbezüglich der Digitalisierung zugeschrieben und somit einem Bereich, in dem der Bausektor anderen Branchen bisher hinterherhinkt. Doch mit der gesetzlichen Vorgabe, dass seit dem letzten Jahr bei öffentlichen Ausschreibungen der Einsatz von BIM-Software (Building Information Management) vorgeschrieben ist, könnte sich gerade für den Planungs- und Steuerungsprozess von Immobilienprojekten ein starker Digitalisierungsschub ergeben, der nicht nur für eine verbesserte Kosteneffizienz, sondern auch für eine verlässliche Terminplanung bei großen Bauprojekten sorgen könnte.

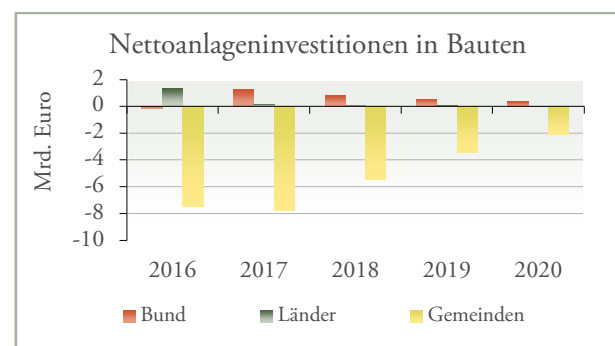
Green Building wird zum Kernthema

Ein weiteres Thema, das zukünftig noch stärker an Bedeutung gewinnen dürfte, ist die ökologische Nachhaltigkeit sowohl von Gebäuden als auch vom Bauprozess selbst. So ist ab diesem Jahr auch der Gebäudesektor in den nationalen Emissionshandel einbezogen, was in Verbindung mit dem gesetzlich geplanten Anstieg der Preise der Emissionszertifikate (bzw. der Reduktion der gesamten Emissionsmenge) in den nächsten Jahren dazu führen dürfte, dass die Energiekosten von Immobilien zu einem immer wichtigeren Bestandteil von deren Gesamtkosten werden. Dadurch dürfte sich ein noch stärkerer Fokus auf die Energieeffizienz von neuen Gebäuden bzw. auf die energetische Sanierung im Bestand richten. Das Umweltbundesamt schätzt, dass sich Erdgas durch die Änderung der Rahmenbedingungen bis 2025 um 1,0 Cent je kWh und leichtes Heizöl um 15,0 Cent je kWh verteuert. Nach Berechnung von IGP korrespondiert das anfänglich (2021) mit Mehrkosten pro Quadratmeter von 0,03 Euro bei Erdgas und 0,54 Euro bei Heizöl, die bis 2025 auf 0,08 resp. 1,19 Euro steigen. Wohlgermerkt, das betrifft ausschließlich die Verteuerung durch den Emissionshandel; eine marktbedingte Verteuerung, die sich aus reduzierten Investition

tionen in fossile Energiequellen ergeben könnte, ist darin nicht berücksichtigt (zu weiteren Ausführungen zum nationalen Emissionshandel siehe den Absatz am Ende dieses Kapitels).

Nachholbedarf im öffentlichen Bau

Die Mehrbelastungen dürften vor allem in Gebäuden mit einem genuin hohen Energiebedarf spürbar werden, wie sie oft im Bildungs- (Schulen, Universitäten) und Gesundheitsbereich (Krankenhäuser, Pflegeheime) anzutreffen sind. IGP erwartet deswegen in diesen Bereichen ein erhöhtes Interesse an Konzepten zur Energieeinsparung (im Neubau und Bestand), was den ohnehin hohen Investitionsbedarf in den Sektoren zusätzlich steigern dürfte. Denn gerade im kommunalen Bereich haben die Investitionen in den letzten Jahren nicht ausgereicht, um den Infrastrukturbestand zu erhalten. Nach Angaben des statistischen Bundesamtes lagen die Investitionen der Gemeinden allein in den letzten fünf Jahren um kumuliert 26,3 Mrd. Euro unter den Abschreibungen, wobei das jährliche Defizit zuletzt deutlich reduziert werden konnte.



Quelle: destatis

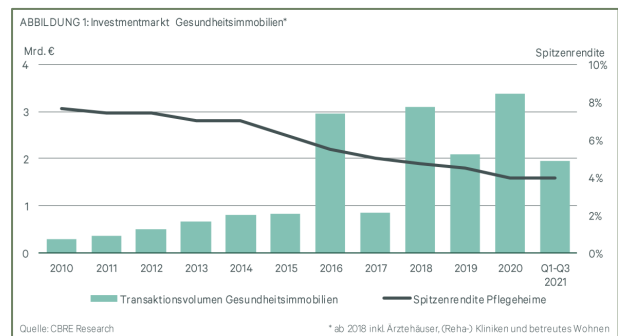
Bildungswesen besonders betroffen

Einen noch deutlich größeren Investitionsrückstand im kommunalen Bereich (der sich allerdings nicht ausschließlich auf Bauinvestitionen bezieht) konstatiert die KfW im Rahmen ihrer jährlichen Befragung (KfW-Kommunalpanel 2021). Demnach beläuft sich das erforderliche Investitionsvolumen, um die kommunale Infrastruktur auf den heute notwendigen Stand (quantitativ und qualitativ) zu heben, auf 149 Mrd. Euro. Der größte Teil davon (31 Prozent) entfällt auf die Schulen, bei denen ein Investitionsbedarf

von 46,5 Mrd. Euro gesehen wird. Als Gründe, die eine Reduktion dieses Rückstaus behindern, nennen die Kommunen am häufigsten finanzielle Restriktionen, die vor allem durch die Corona-Pandemie noch stärker in den Vordergrund gerückt sind. Doch auch die unzureichende personelle Ausstattung in den Bauverwaltungen wird ebenso oft als ein wichtiges Hemmnis genannt wie die knappen Kapazitäten in der Bauwirtschaft, die sich in hohen Preisen und einer zurückhaltenden Resonanz auf öffentliche Ausschreibungen niederschlagen.

Betreutes Wohnen im Trend

Positiv werden zudem die Perspektiven für Gesundheitsimmobilien gesehen. Wie der nachstehenden Abbildung zu entnehmen ist, hat das Transaktionsvolumen in diesem Bereich in den letzten vier Jahren deutlich zugenommen, auch im bisherigen Jahresverlauf ist nach Angaben von CBRE Research von einer Abkühlung nichts zu spüren. Vielmehr wird die Investitionsdynamik durch das fehlende Angebot ausgebremst. Auch die abwärts gerichtete Entwicklung der Spitzenrendite für Pflegeheime, die nach Angaben von CBRE inzwischen bei 4 Prozent angekommen ist, verdeutlicht die starke Investorennachfrage. Von einer besonders starken Nachfrage berichten die Marktexperten gerade im Teilsegment „betreutes Wohnen“, dessen Transaktionsvolumen im Zeitraum Januar bis September im Vorjahresvergleich um 55 Prozent auf 584 Mio. Euro zugelegt hat. Im Vergleich zu Pflegeheimen zeichnet sich dieses Segment durch eine deutlich geringere Regulierung aus, was die Attraktivität aus Sicht vieler Investoren zusätzlich erhöht. Auch sind Umnutzungen dieser Immobilien im Bedarfsfall deutlich leichter als bei Pflegeheimen, was das Risiko aus Investorensicht erheblich reduziert.



Quelle: CBRE Research

Nationaler Emissionshandel gestartet

Die Einbeziehung des Gebäudesektors in die nationale CO₂-Bepreisung bietet aber nicht nur im IGP-Kerngeschäft neue Chancen, sondern dürfte vor allem in dem Handelsgeschäft mit CO₂-Zertifikaten ein wichtiger Wachstumstreiber sein. Denn seit diesem Jahr müssen für jede Tonne CO₂, die in den Sektoren Wärme und Verkehr freigesetzt werden, von den Inverkehrbringern der fossilen Brennstoffe nationale Emissionsrechte (nEZ) erworben werden. Diese Vorschrift betrifft rund 4.000 Unternehmen, die sich die entsprechenden Zertifikate im nationalen Emissionshandelssystem (nEHS) der European Energy Exchange (EEX) in Leipzig entweder selbst oder über Intermediäre besorgen müssen. Der Handel hat Anfang Oktober begonnen, bis zum Handelstag am 23. November wurden dabei knapp 50 Mio. Zertifikate (zum Festpreis von 25 Euro) gehandelt, gleichbedeutend mit einem Volumen von 1,2 Mrd. Euro. Damit wurde aber erst ein kleiner Teil des für dieses Jahr erwarteten Volumens umgesetzt. Denn die rund 4.000 zertifikatpflichtigen Unternehmen dürften Schätzungen zufolge für dieses Jahr rund 300 Mio. Zertifikate benötigen, woraus sich ein Handelsvolumen von 7,5 Mrd. Euro ergibt. Da am 16. Dezember der letzte Handelstermin zu dem aktuellen Festpreis angesetzt ist (für 2022 gilt der Festpreis von 30 Euro, anschließend steigt er in mehreren Schritten bis auf 55 Euro im Jahr 2025, um danach frei auktioniert zu werden), ist für die nächsten Wochen mit einer massiven Zunahme der Handelsaktivitäten zu rechnen.

Strategie

Umfassendes Leistungsangebot

Ein zentrales Element der Strategie ist die Positionierung als ein Spezialist für die ganzheitliche Planung und Umsetzung von Bauprojekten. Mit dem breiten Leistungsspektrum grenzt sich IGP von den meisten mittelständischen Konkurrenten ab, die sich überwiegend auf einzelne Baudienstleistungen konzentrieren oder nur in bestimmten Regionen aktiv sind. Für die Auftraggeber bietet diese Aufstellung den Vorteil, die gesamte Projektplanung und -steuerung aus einer Hand zu bekommen. Eine konsequente Weiterentwicklung dieser Aufstellung ist die Übernahme der Gesamtverantwortung für die komplette Erstellung des schlüsselfertigen Objekts, im Regelfall zu einem Festpreis. Mit dieser Funktion als Generalübernehmer wurde IGP in diesem Jahr bereits bei zwei Projekten beauftragt, darüber hinaus wurde die entsprechende Expertise mit der Übernahme der BRH Generalplaner GmbH gestärkt, die genauso wie IGP als ganzheitlicher Baudienstleister (bis zur Gesamtverantwortung als Generalübernehmer) aktiv ist.

Einstieg in die Projektentwicklung

Den Vorteil der breiten Aufstellung hat IGP in den letzten Jahren mit dem Einstieg in die Projektentwicklung ausgebaut. Damit deckt das Unternehmen mit seinen Dienstleistungen nun auch die frühen Phasen von Immobilienprojekten (Grundlagenermittlung, Vorplanung und Entwurfsplanung) ab, die gerade bei anspruchsvollen Projekten weniger konkurrenzintensiv sind und damit das Potenzial für höhere Margen bieten.

Positionierung als Qualitätsanbieter

Das breite Leistungsangebot kombiniert IGP mit einer hohen Qualität, die durch die 100-prozentige Erfolgsquote der bisher im Kundenauftrag betreuten Bauprojekte belegt wird. Neben der großen Erfahrung und Expertise der IGP-Mitarbeiter ist dafür auch die selbst entwickelte BIM-Software [überbau] verantwortlich, deren Einsatz für deutliche Effizienz- und

Qualitätsvorteile beim Projektmanagement und Projektcontrolling sorgt.

Ausbau der Green-Building-Kompetenz

Eine wachsende Bedeutung kommt im Bausektor der ökologischen Nachhaltigkeit von Gebäuden zu. Vor dem Hintergrund der politisch angestrebten CO₂-Reduktion im Gebäudesektor und der hierfür anstehenden Ausweitung der CO₂-Bepreisung sowie des Emissionshandels auf Gebäude dürfte dieser Aspekt zukünftig auch monetär eine immer wichtigere Rolle für Immobilienbesitzer spielen. Mit der bisher schon gezeigten Expertise im energieeffizienten Bauen, die weiter betont und ausgebaut werden soll, sowie den eigenen Aktivitäten im Handel mit Emissionszertifikaten, sieht sich IGP auf diesem Gebiet in einer führenden Position. Besondere Erwartungen werden diesbezüglich mit dem ökologischen Konzept der Holzhybrid-Bauweise verknüpft, das IGP unter der Marke greenovation bereits in zwei Projekten umsetzt hat und mit dem das Unternehmen nach eigenen Angaben auf eine große Nachfrage stößt. Auch diesbezüglich wurde mit der BRH-Akquisition weiteres Knowhow an den Konzern gebunden. Die neue Konzerntochter war nämlich schon vor der Übernahme eng in das greenovation-Konzept eingebunden und verantwortet dort die Architekturfragen, darüber hinaus wurde sie von Deutsche Wohnen mit der Entwicklung eines Konzepts für ein Quartiersentwicklungsprojekt in Holzhybridbauweise beauftragt.

Fokus auf attraktive Segmente

Die Stärke beim Thema Green Building kann IGP besonders gut in Gebäuden mit einem hohen Energieverbrauch ausspielen, wie sie häufig im Gesundheits- und Bildungssektor anzutreffen sind. Dementsprechend soll der aktuell ohnehin vorhandene Schwerpunkt auf diesen Marktsegmenten weiter gestärkt werden, zumal sie aufgrund der überwiegend öffentlichen Trägerschaft, des großen Investitionsbedarfs und

der Unabhängigkeit von Konjunkturschwankungen auch aus anderen Erwägungen sehr attraktiv sind.

Internationalisierung

Obwohl IGP bereits über attraktive Referenzprojekte im Ausland (London, Paris, Dubai) verfügt, liegt der bisherige Schwerpunkt der Aktivitäten eindeutig in Deutschland. Auf der Grundlage der inzwischen erreichten Größe und der vorhandenen Referenzen soll die Erschließung ausländischer Märkte in Zukunft forciert werden.

Anorganisches Wachstum

Ein möglicher Weg der internationalen Expansion könnte die Übernahme eines ausländischen Wettbewerbers sein, mit der auf Anhieb die Kenntnis des betreffenden Marktes, der Kundenzugang und die erforderlichen personellen Kapazitäten gesichert werden könnten. Diese Überlegungen spielen aber auch in Deutschland eine Rolle, darüber hinaus will IGP mit Übernahmen oder Minderheitsbeteiligungen weitere Spezialbereiche abdecken und das eigene Leistungsspektrum weiter ausbauen. Ein Paradebeispiel für diese Strategie ist die diesjährige Übernahme der BRH Generalplaner GmbH, mit der sich IGP ein erfahrenes und sehr gut im Markt etabliertes Team mit gutem Kundenzugang und einer ausgeprägten Expertise auf dem zukunftssträchtigen Gebiet des ökologischen Bauens gesichert hat. Der Stärkung der Expertise auf diesem Gebiet dient auch die ebenso im laufenden Jahr erworbene Minderheitsbeteiligung an der Deep Green Funding GmbH, einem Startup, das sich auf die Beratung und Unterstützung bei der Einwerbung von Fördermitteln im Rahmen der ökologischen Ausgestaltung von Immobilienprojekten spezialisiert hat.

Ausbau eigener Projektentwicklungen

Doch der Schwerpunkt der Akquisitionsaktivitäten soll im Ankauf von vielversprechenden Grundstücken liegen, um damit das Geschäft mit eigenen Projektentwicklungen auszubauen. Nachdem IGP die entsprechenden Dienstleistungen bisher für Dritte bzw. für verbundene Unternehmen (im Besitz des Großaktionärs) erbracht hat, stellen Projektentwicklungen auf eigene Rechnung einen konsequenten Expansi-

onsschritt entlang der Wertschöpfungskette dar. Ein erster großer Erfolg ist diesbezüglich mit dem Erwerb des Areals in Fürstenwalde gelungen, auf dem in den nächsten Jahren auf eigene Rechnung ein neuer Bildungs- und Gesundheitscampus (mit Wohnungen) errichtet werden soll. Die Planung des Vorhabens dürfte nach erster grober Einschätzung des Unternehmens zwei bis drei Jahre dauern, zusammen mit der anschließenden Bauphase könnte das Projekt IGP die nächsten sechs Jahre beschäftigen. Mit dem Ausbau der eigenen Projektentwicklung kann IGP nicht nur das Geschäftsvolumen ausweiten und – im Erfolgsfall – höhere Margen erzielen als im Dienstleistungsgeschäft, sondern auch für eine zusätzliche Auslastung – und ggf. für deren Glättung – der Kapazitäten im Dienstleistungsgeschäft sorgen.

Schwerpunkt bei schwierigen Projekten

Nachdem IGP bereits als Dienstleister über eine besondere Stärke im Umgang mit planungs- oder baurechtlich schwierigen Situationen verfügt, will das Unternehmen auch bei der Akquise eigener Projekte den Schwerpunkt auf derartige Vorhaben legen. Bei solchen Projekten ist die Konkurrenzsituation erfahrungsgemäß schwächer ausgeprägt, wodurch der Zugang oft zu attraktiven Konditionen erfolgen kann. Auch zeigen sich die Kommunen in solchen Fällen oft kooperativer, was den Prozess erleichtern kann. Da eine erfolgreiche Lösung schwieriger Planungsfragen eine genaue Kenntnis des Marktes und der beteiligten Akteure erfordert, beschränkt IGP den regionalen Fokus der eigenen Projektentwicklungen auf Berlin und die Region Rhein-Ruhr, wo das Unternehmen über die stärkste Marktpräsenz verfügt. Demgegenüber werden die baunahen Dienstleistungen der Kerngesellschaft IGP Ingenieur nicht nur deutschlandweit, sondern auch international angeboten.

Wachstum im Zertifikatehandel

Deutlich wachsen will IGP auch im Zertifikatehandel. Durch den Start des nationalen Zertifikatehandels und die schrittweise Ausweitung des Geltungsrahmens der CO₂-Bepreisung in Deutschland auf weitere Sektoren sowie durch den Start des neuen Emissionshandelssystems für den globalen Luftverkehr dürfte die Zahl der Marktteilnehmer sehr stark anstei-

gen, was IGP sowohl für ein kräftiges Wachstum des Handelsvolumens als auch für eine Margenverbesserung nutzen will. Diese soll durch die Erhöhung des Anteils des Direktgeschäfts mit betroffenen Unternehmen (anstelle von Intermediären) erreicht werden.

Separates Softwaregeschäft

Abseits des Kerngeschäfts will IGP die eigene BIM-Software [überbau], die bisher nahezu ausschließlich konzernintern oder projektbezogen von den eigenen Dienstleistungskunden eingesetzt wird, nun als ein eigenständiges Softwareprodukt im Markt platzieren. Dazu wurden die Aktivitäten rund um die Software mitsamt der dafür zuständigen Mitarbeiter in die Tochtergesellschaft Metis ausgelagert, die fortan als ein eigenständiges Softwarehaus positioniert wird. Die zentralen strategischen Stellschrauben für den Markterfolg von [überbau] sind die Fortsetzung der intensiven Produktentwicklung, mit der die technologische Führungsrolle behauptet und ausgebaut werden soll, sowie der Aufbau leistungsfähiger Vertriebsstrukturen. Da die cloudbasierte Software hauptsächlich im SaaS-Modell vertrieben wird, würde ein Markterfolg für einen wachsenden Anteil der wieder-

kehrenden Erlöse sorgen und die Geschäftsentwicklung des Konzerns zusätzlich verstetigen. Darüber hinaus verspricht das hochskalierbare Softwaregeschäft eine positive Wirkung auf die Konzernmargen.

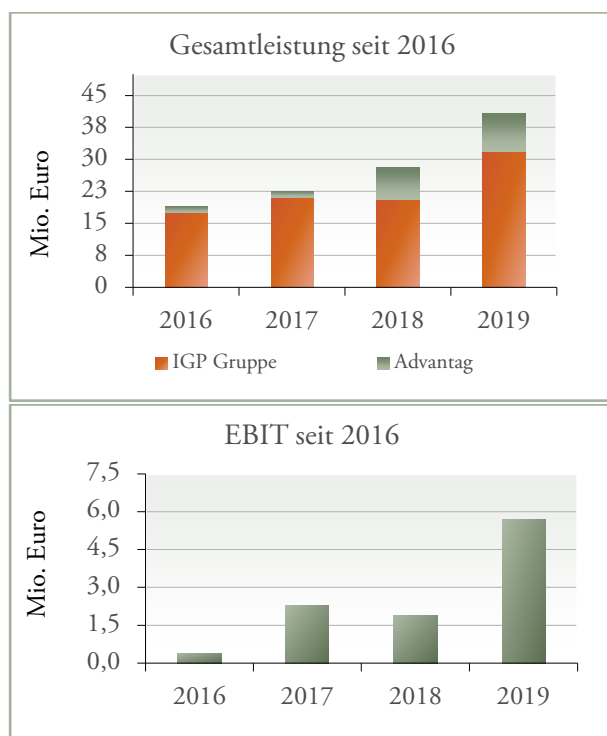
Stärkung der Kapitalmarktpräsenz

Um die Finanzierung der geplanten Expansion vor allem im Bereich der eigenen Projektentwicklungen, aber auch im Kerngeschäft, dessen regionales und vor allem internationales Wachstum durch Zukäufe beschleunigt werden könnte, zu erleichtern, will IGP die eigene Kapitalmarktpräsenz deutlich verbessern. Im Hinblick auf die Finanzierung der eigenen Projektentwicklungen sind Anleihen angedacht, während das anorganische Wachstum durch den Einsatz der eigenen Aktie als Akquisitionswährung erleichtert werden könnte. Dazu muss aber die Attraktivität der Aktie weiter erhöht werden, was neben starken Fundamentaldaten und guten Geschäftsperspektiven auch eine regelmäßige und transparente Kommunikation mit dem Kapitalmarkt erfordert. Demselben Ziel dient die angestrebte weitere Erhöhung des Streubesitzes, um damit einen liquiden Handel in der Aktie zu ermöglichen.

Finanzen

Pro-forma-Zahlen für 2016 bis 2019

Da der Konzern in seiner aktuellen Form erst seit dem Frühjahr 2020 besteht, gibt es bisher keine lange Reihe an geprüften konsolidierten Abschlüssen, mit denen sich die Entwicklung der vergangenen Jahre beurteilen ließe. Eine gewisse Abhilfe schafft eine vom Unternehmen vorgelegte pro-forma-konsolidierte Zeitreihe der Gesamtleistung und des EBIT, aus der sich ein deutliches Umsatzwachstum und eine beachtliche Profitabilität ablesen lassen. Auf dieser Basis hat sich die Gesamtleistung zwischen 2016 und 2019 von 19,1 Mio. Euro auf 40,9 Mio. Euro verdoppelt, während das EBIT von 0,4 Mio. Euro auf 5,7 Mio. Euro vervielfacht wurde.



Quelle: Unternehmen; beide Abbildungen auf Basis einer Pro-forma-Konsolidierung

Kerngeschäft im Corona-Jahr gewachsen

Im letzten Geschäftsjahr, dem ersten, für das ein konsolidierter Abschluss für den Konzern in seiner aktuellen Form verfügbar ist, wurde eine Gesamtleistung

von 39,1 Mio. Euro erzielt. Der Rückgang gegenüber dem pro-forma-konsolidierten Wert aus 2019 (40,9 Mio. Euro) ist in dem niedrigeren Umsatz im Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten begründet, in dem es coronabedingt im ersten Halbjahr 2020 nahezu einen kompletten Stillstand gegeben hatte. Dadurch haben sich die Handelserlöse im letzten Jahr um 31 Prozent auf 6,2 Mio. Euro reduziert, während die Gesamtleistung im Kerngeschäft mit Baudienstleistungen leicht auf 32,4 Mio. Euro zugelegt hat.

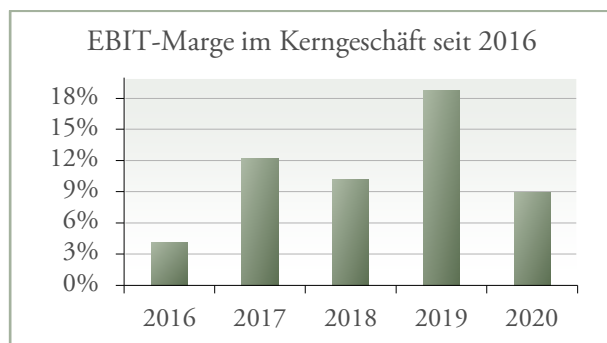
Handelsgeschäft mit niedriger Rohmarge

Im Hinblick auf die Gewinnentwicklung des Gesamtkonzerns sind die Schwankungen im Handelsgeschäft allerdings von einer nur nachrangigen Bedeutung, weil dieses aufgrund der sehr geringen Rohmarge ohnehin nur einen unbedeutenden Beitrag zur Wertschöpfung leistet. So lag die Rohmarge der Handelsaktivitäten im Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2019 bei lediglich 1,1 Prozent. 2020 konnte sie zwar dank dem steilen Anstieg des CO₂-Emissionspreises im zweiten Halbjahr sowie dem erhöhten Anteil des Direktgeschäfts mit Emittenten auf knapp 3 Prozent erhöht werden, doch auch damit bewegte sich der Rohertrag des Segments im unteren sechsstelligen Bereich.

Hohe Profitabilität im Kerngeschäft

Ganz anders stellt sich hingegen die Profitabilitätssituation im Kerngeschäft dar. Aus der Differenz der Pro-forma-Zahlen und der Advantag-Abschlüsse lässt sich hier für die Jahre 2016 bis 2019 auf eine beachtliche Profitabilität schließen. Die EBIT-Marge war seit 2017 zweistellig und hat sich 2019 auf knapp 19 Prozent nahezu verdoppelt. Bei – vereinfachender – Annahme eines ausgeglichenen EBIT im Handelsgeschäft lässt sich aus der Gegenüberstellung des letztjährigen Konzern-EBIT und der Gesamtleistung im Kerngeschäft für 2021 eine EBIT-Marge der Dienstleistungsaktivitäten in Höhe von rund 9 Prozent ermitteln. Dass damit das Rekordniveau des Vorjahres

deutlich unterschritten wurde, hat mehrere Ursachen, die aber allesamt nicht im operativen Bereich liegen. Zum einen hatte das EBIT 2019 von der umfangreichen Auflösung von Rückstellungen profitiert, die für einen positiven Ergebnisbeitrag in Höhe von 2,4 Mio. Euro gesorgt hatten, ohne den sich die EBIT-Marge 2019 auf rund 12 Prozent belaufen hätte. Zum zweiten sind im letzten Jahr einmalig höhere Kosten im Zusammenhang mit dem Reverse Takeover angefallen. Aus dem Reverse Takeover resultieren schließlich auch die Abschreibungen auf den Firmenwert, die das letztjährige Ergebnis mit 2,1 Mio. Euro belastet haben.



Quelle: Grunddaten Unternehmen; eigene Berechnungen auf Basis der Gesamtleistung

Zweistellige Konzern-EBITDA-Marge

Konzernweit, also unter Berücksichtigung der Handelserlöse, belief sich die EBIT-Marge im letzten Geschäftsjahr auf 7,6 Prozent (bezogen auf die Gesamtleistung). Das EBITDA, in dem sich der negative Effekt der Abschreibungen nicht bemerkbar macht, betrug 5,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer hohen EBITDA-Marge von 13,8 Prozent. Bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanzergebnis lag das Vorsteuerergebnis fast gleichauf mit dem EBIT bei 2,9 Mio. Euro, während der Jahresüberschuss 1,1 Mio. Euro erreichte. Die große Differenz zum EBT erklärt sich durch die fehlende steuerliche Abzugsfähigkeit der Goodwill-Abschreibungen, wodurch das zu versteuernde Ergebnis um 2,1 Mio. Euro über dem berichteten Wert lag.

Positiver Free-Cashflow

Auf der Grundlage des positiven Ergebnisses wurde 2020 auch beim operativen Cashflow mit +0,9 Mio.

Euro ein Überschuss erzielt. Bei einem Investitions-Cashflow von -0,3 Mio. Euro (davon zwei Drittel für die Entwicklung der eigenen BIM-Software) resultierte daraus ein Free-Cashflow in Höhe von knapp 0,6 Mio. Euro. Damit blieb die Cashflow-Entwicklung auf dem Niveau der beiden Vorjahre, in denen gemäß der vorgelegten Pro-forma-Zahlen operative Cash-Überschüsse im hohen sechsstelligen bzw. niedrigen siebenstelligen Bereich erwirtschaftet wurden.

Geschäftszahlen	Geschäftsjahr 2020
Umsatz	37,85
EBITDA	5,24
EBITDA-Marge	13,8%
EBIT	2,88
EBIT-Marge	7,6%
EBT	2,90
EBT-Marge	7,7%
Nettoergebnis	1,14
Netto-Marge	3,0%
Free-Cashflow	0,58

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Halbjahreszahlen mit begrenzter Aussagekraft

Für das erste Halbjahr 2020 hat IGP Advantag ein sehr hohes Umsatzwachstum, aber ein rückläufiges EBITDA gemeldet. Die Differenz erklärt sich mit der Umsatzzusammensetzung. Während nämlich die margenschwachen Handelserlöse mit CO₂-Emissionszertifikaten kräftig gewachsen sind, ist der Umsatz mit baunahen Dienstleistungen gesunken. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen dies mit den üblichen unterjährigen Schwankungen sowie mit dem hohen Volumen an Projekten, die diesmal erst in der zweiten Jahreshälfte abgerechnet werden können. Damit dürfte die ohnehin stark ausgeprägte Saisonalität zugunsten des zweiten Halbjahrs, die aus dem typischen Abrechnungsrhythmus der Planungs- und Bauprojekte resultiert, in diesem Jahr besonders stark ausfallen, was den Aussagewert der Halbjahreszahlen hinsichtlich der Jahresziele erheblich einschränkt.

EBITDA deutlich niedriger

Konkret wurden in den ersten sechs Monaten der Umsatz um 94 Prozent auf 18,7 Mio. Euro und die Gesamtleistung um 39 Prozent auf 24,9 Mio. Euro gesteigert, wovon aber fast 11,6 Mio. Euro auf den Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten entfielen (+425 Prozent). Bei einer infolge dieser Umsatzverschiebung um fast 19 Prozentpunkte auf 28,3 Prozent reduzierten Rohmarge ging der Rohertrag um 17 Prozent auf 7,1 Mio. Euro zurück. Die Summe aus dem Personalaufwand und dem sonstigen betrieblichen Aufwand ging zwar ebenfalls zurück, doch nicht ausreichend, um den negativen Effekt des niedrigeren Rohertrages auf das EBITDA gänzlich zu kompensieren. Dieses sank infolgedessen um 50 Prozent auf 1,0 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	1. HJ. 20	1. HJ 21	Änderung
Umsatz	9,66	18,74	+93,9%
Gesamtleistung	18,00	24,93	+38,5%
Rohertrag	8,48	7,06	-16,8%
Rohmarge	47,1%	28,3%	
EBITDA	2,05	1,04	-49,4%
EBITDA-Marge	11,4%	4,2%	
EBIT	-1,20	-0,14	-
EBIT-Marge	-6,7%	-0,6%	
EBT	-1,21	-0,15	-
EBT-Marge	-6,7%	-0,6%	
Nettoergebnis	-1,80	-0,57	-
Netto-Marge	-10,0%	-2,3%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Halbjahresergebnis im Minus

Unterhalb des EBITDA sind die Zahlen mit den Vorjahreswerten nicht vergleichbar, weil IGP inzwischen den Abschreibungszeitraum für den Goodwill auf 15 Jahre verdreifacht hat. Dadurch haben sich die Abschreibungen gegenüber dem Halbjahresabschluss 2020 auf 1,2 Mio. Euro fast gedrittelt, so dass das EBIT trotz des schwächeren EBITDA besser ausgefallen ist. Mit -0,1 Mio. Euro blieb es nur minimal im Minus. Bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanzergebnis von -9 Tsd. Euro und einem Steueraufwand

von 0,4 Mio. Euro lag das Halbjahresergebnis bei -0,5 Mio. Euro. Wie schon im Geschäftsjahr 2020, war auch diesmal die fehlende Abzugsfähigkeit der Goodwill-Abschreibungen ursächlich für die hohe rechnerische Steuerquote.

Komfortable Liquidität

Eine Cashflow-Rechnung hat IGP Advantag für das erste Halbjahr noch nicht vorgelegt, aus der Bilanz lässt sich jedoch eine unveränderte Liquidität in Höhe von 4,5 Mio. Euro ablesen, die sich somit auf 7 Prozent der Bilanzsumme beläuft.

Aktiva vom Goodwill geprägt

Die mit Abstand größte Position auf der Aktivseite der Bilanz ist der Goodwill, der sich durch die BRH-Übernahme im ersten Halbjahr von 28,8 auf 33,3 Mio. Euro erhöht hat und damit fast 55 Prozent aller Assets ausmacht. Dahinter folgen die Vorräte (bestehend aus unfertigen Leistungen) mit 13,4 Mio. Euro bzw. 22 Prozent der Bilanzsumme und die Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände, die sich zum 30. Juni auf 8,4 Mio. Euro summierten.

Eigenkapitalquote bei 54 Prozent

Auf der Passivseite korrespondierten damit die um 37 Prozent auf 6,0 Mio. Euro erhöhten Rückstellungen sowie die von 0,8 auf 9,3 Mio. Euro bzw. von 1,1 auf 7,5 Mio. Euro jeweils vervielfachten erhaltenen Anzahlungen resp. sonstigen Verbindlichkeiten. In den letzteren hat sich unter anderem die noch offene Kaufpreisverbindlichkeit für die BRH-Übernahme niedergeschlagen. Durch die deutliche Bilanzverlängerung im ersten Halbjahr hat sich die Eigenkapitalquote von 76 auf 54 Prozent ermäßigt, obwohl das Eigenkapital mit 33,2 Mio. Euro fast unverändert geblieben ist.

Starke Dynamik im Zertifikatehandel

Die sehr dynamische Entwicklung des Zertifikatehandels, die bereits im ersten Halbjahr für den starken Umsatz verantwortlich gewesen ist, setzt sich nach Unternehmensangaben derzeit fort. Nachdem aber das erste Halbjahr noch von dem europäischen Emissionshandel geprägt war, profitiert die für diese Aktivitäten verantwortliche IGP-Tochter Advantag Ser-

vices GmbH nun von dem im Oktober gestarteten nationalen Emissionshandel an der European Energy Exchange (EEX) in Leipzig. Dort wurde Advantag im Oktober als Intermediär für den Handel mit nationalen Emissionsrechten (nEZ) zugelassen und konnte bereits einen Großauftrag im hohen siebenstelligen Bereich vermelden. Da sich bisher erst eine Minderheit der Unternehmen und Organisationen, die von der neuen CO₂-Bepreisung erfasst sind, mit Zertifikaten für dieses Jahr eingedeckt hat (bis zum 23.11. wurden erst 50 Mio. der erwarteten 300 Mio. Zertifikate erworben) ist für die nächsten Wochen mit einer massiven Zunahme der Handelsaktivitäten zu rechnen, von der auch Advantag Services profitieren sollte. Dies umso mehr, als am 16. Dezember für die Unternehmen die letzte Gelegenheit besteht, die Zertifikate zum diesjährigen Festpreis von 25 Euro zu erwerben, bevor er anschließend auf sein nächstjähriges Niveau von 30 Euro steigt.

Umsatzprognose erneut erhöht

Vor dem Hintergrund des im November akquirierten Großauftrags und in Erwartung sehr lebhafter Handelsaktivitäten in den kommenden Wochen hat IGP die im Juni – bei der BRH-Übernahme – bereits einmal erhöhte Umsatzprognose für das Jahr 2021 erneut angehoben. Da aber derzeit noch die Erfahrungswerte fehlen, um belastbar abschätzen zu können, welchen Teil des Handelsvolumens im nationalen Emissionshandel sich Advantag sichern kann, hat sich das Unternehmen auf die Aussage beschränkt, dass die bisherige Prognose der Gesamtleistung, zwischen 47 und 50 Mio. Euro, deutlich übertroffen wird. Da der nEZ-Handel nach Aussage des Unternehmens derzeit aber noch ausgesprochen margenarm ist, wird der Einfluss dieser zusätzlichen Einnahmen auf das Ergebnis sehr moderat bleiben, weswegen die Ergebnisprognose (ein EBITDA zwischen 5 und 7 Mio. Euro) unverändert beibehalten wurde.

Equity-Story

Etablierte Marktstellung

IGP Advantag verfügt über eine seit vielen Jahren etablierte Marktposition. Vor allem im Kerngeschäft baunahe Dienstleistungen blickt das Unternehmen auf mehr als 20 Jahre Branchenerfahrung zurück, die Expertise der handelnden Personen reicht noch weit länger zurück. Mit der erreichten Größe und dem umfassenden Angebot gehört IGP inzwischen zu den führenden Anbietern. Die starke Marktstellung leitet sich aber auch aus der Vernetzung mit zahlreichen Marktakteuren auf unterschiedlichsten Stufen der Wertschöpfungskette ab. Dazu zählen Unternehmen, Kommunen und andere Institutionen, die ihre Bauvorhaben immer wieder von den Berlinern betreuen lassen, sowie Spezialanbieter und Bauunternehmen, auf deren Dienste IGP projektweise zurückgreift und zu den teilweise ebenfalls bereits 20-jährige Geschäftsbeziehungen bestehen. Eine besonders starke Stellung genießt IGP Advantag bei herausfordernden Bauvorhaben, bei denen das Unternehmen auf einen makellosen Track-Record von erfolgreichen Projektabschlüssen verweisen kann.

Beeindruckende Referenzen

Das prominenteste Beispiel ist sicherlich der Berliner Flughafen, an dessen Fertigstellung im Oktober 2020 das Unternehmen maßgeblich beteiligt war. Die Referenzenübersicht enthält aber noch weitere Highlights. So war IGP auch in den Bau des neuen Wembley-Stadions in London und in die Realisierung einer U-Bahn-Linie in Dubai eingebunden, in Deutschland wurde zum Beispiel mit dem Andreas Quartier in Düsseldorf städtebaulich ein Ausrufezeichen gesetzt.

Hohes, profitables Wachstum

Mit dieser Aufstellung ist IGP in den letzten Jahren stark gewachsen. Im Kerngeschäft konnte die Gesamtleistung auch im Corona-Jahr minimal gesteigert werden, in Summe der letzten fünf Jahre wurde sie verdoppelt. Die EBITDA-Marge liegt nach unseren Be-

rechnungen seit vier Jahren im zweistelligen Bereich, 2020 waren es 13,4 Prozent.

Ausgeprägte Kontinuität

Trotz der mehr als 20-jährigen Unternehmenshistorie wird das Unternehmen immer noch von seinen Gründern geführt. Die Aktienmehrheit liegt ebenfalls noch klar in Gründerhand. Aber auch die Mitarbeiterstruktur auf der zweiten Führungsebene (Vorstände und Geschäftsführer der Tochtergesellschaften, Abteilungs- und Projektleiter) ist von einer ausgesprochenen Kontinuität geprägt, nach Unternehmensangaben sind mehrere Schlüsselpersonen seit der Unternehmensgründung mit an Bord.

Attraktiver Markt

Beflügelt von den niedrigen Zinsen, dem soliden Wirtschaftswachstum und der starken Nachfrage nach Wohnraum in den Großstädten war der deutsche Immobilienmarkt in den letzten Jahren von deutlich steigenden Preisen, Mieten und Transaktionsvolumina gekennzeichnet. Infolgedessen hat auch die Bauwirtschaft einen regelrechten Boom durchlaufen, dessen Dynamik nur von den knappen Kapazitäten und der unzureichenden Verfügbarkeit von bebaubaren Flächen gebremst wurde. Durch die Coronakrise hat sich die Nachfrage in Teilbereichen, wie etwa Büros, Hotels und Industriebauten, zwar deutlich verringert, doch für den Wohnungsbau und den öffentlichen Bereich gilt das positive Umfeld weiter. Die aktuellen Lieferengpässe könnten zwar die Bautätigkeit etwas ausbremsen und verteuern, doch an dem grundsätzlich hohen Baubedarf, zumal in Segmenten mit hohem energetischen Einsparpotenzial, dürfte dies kaum etwas ändern. Eine mögliche Bremswirkung auf den Immobiliensektor könnte eine eventuelle Zinswende entfalten, falls sich die aktuell hohen Inflationszahlen verfestigen sollten. Allerdings ist eine solche Zinswende in Europa noch nicht absehbar, auch bliebe abzuwarten, wie sich ein solcher Effekt auf die

einzelnen Segmente des Immobilienmarktes auswirken würde.

Fokus auf aussichtsreiche Segmente

So adressiert IGP mit dem Fokus auf Bildungs- und Gesundheitsimmobilien gerade zwei Segmente, denen eine stärkere Konjunkturunabhängigkeit zugetraut werden kann. Zudem besteht insbesondere im Segment Bildung vielerorts ein starker Nachholbedarf infolge der vorangegangenen unzureichenden Investitionen, während der Immobilienbedarf im Gesundheitssektor von der demographischen Entwicklung determiniert wird. Gleichzeitig ist der Betrieb von Bildungs- und Gesundheitsimmobilien oft besonders energieintensiv, was angesichts der steigenden Energiepreise gerade in diesen Bereichen für eine hohe Nachfrage nach energieeffizienten Neu- und Ersatzbauten sorgen sollte. Mit der Schwerpunktlegung auf diese Sektoren sieht sich IGP deswegen für die nächsten Jahre gut positioniert.

Stärkung der ökologischen Kompetenz

Die Bereiche Bildung und Gesundheit stellen für IGP auch noch aus einem anderen Grund attraktive Zielsegmente dar. Durch die nun auch im Gebäudesektor geltende CO₂-Bepreisung dürfte angesichts des hohen Energieverbrauchs gerade in diesen beiden Bereichen die Bereitschaft für energetische Sanierungen und Neubauten deutlich steigen. Mit der eigenen Expertise auf dem Gebiet des nachhaltigen Bauens, auf dem IGP für sich eine Führungsrolle beansprucht, und die das Unternehmen derzeit mit dem Konzept von energieautarken Gebäuden in Holzhybridbauweise, welches unter dem Namen greenovation bereits in zwei Projekten umgesetzt wird (siehe unten), unterstreicht, sieht der Vorstand in dieser Entwicklung einen wichtigen Vertriebsvorteil für sich. Um diese Position weiter zu stärken, wurden in diesem Jahr zwei Unternehmen mit großer Expertise im Bereich des ökologischen Bauens und der Nutzung der dafür vorhandenen Fördermöglichkeiten akquiriert.

Chancen für Zertifikatehandel

Diesen Vertriebsvorteil kann IGP noch zusätzlich durch die Nutzung der Expertise aus dem Handel mit

CO₂-Emissionszertifikaten ausbauen. Mit dem aufgebauten Handels-Knowhow und der Kenntnis der Marktperspektiven kann nämlich die voraussichtliche Wirkung der Klimaschutzmaßnahmen auf die Kosten eines bestehenden Gebäudes konkret abgeschätzt werden, was in vielen Fällen die Entscheidung zugunsten von baulichen Maßnahmen deutlich begünstigen dürfte. Weiteres Potenzial bietet der Zertifikatehandel aber auch selbst. Durch die Ausweitung der CO₂-Bepreisung auf weitere Sektoren der Volkswirtschaft, den Start des nationalen Emissionshandels und das plangemäß steigende Preisniveau der Zertifikate bzw. durch das abnehmende Gesamtvolumen an verfügbaren Zertifikaten sieht IGP für dieses Segment gute Chancen für deutlich steigende Handelsvolumina. Durch die stärkere Ansprache von Endkunden besteht nach Einschätzung des Unternehmens zudem Potenzial für eine bessere Profitabilität in diesem grundsätzlich margenschwachen Geschäft.

Software-Geschäft mit großem Potenzial

Ganz anders stellt sich die Margensituation in dem noch im Aufbau befindlichen Software-Geschäft dar. Mit der eigenen BIM-Lösung adressiert IGP einen sehr attraktiven Markt, in dem aus Kundensicht die Kosten- und Effizienzvorteile durch den Software-Einsatz die Softwarekosten bei weitem übersteigen, was die Erzielung hoher Margen ermöglicht. Durch das SaaS-Lizenzmodell werden zudem hohe wiederkehrende Erlöse erzielt, die für eine Verstetigung der Erträge sorgen können.

Einstieg ins eigene Projektgeschäft vollzogen

Einen entgegengesetzten Effekt auf die Prognostizierbarkeit der Erträge hat der angekündigte Einstieg in das eigene Projektgeschäft. Dieses ist von diskontinuierlich in Abhängigkeit von erzielten Projektfortschritten oder -verkäufen anfallenden Erträgen gekennzeichnet, verspricht aber im Erfolgsfall sehr hohe Wertsteigerungen. Mit dem Kauf des großen Areals in Fürstenwalde, auf dem in den nächsten Jahren ein Bildungs- und Gesundheitscampus errichtet werden soll, ist IGP in diesem Jahr der Einstieg in die Projektentwicklung auf eigene Rechnung gelungen.

Attraktives Projektportfolio

Bisher bietet IGP die Projektentwicklung ausschließlich als Dienstleistung an, die Margen liegen dabei zwischen den baunahen Dienstleistungen und der Projektentwicklung auf eigene Rechnung. Allerdings profitiert das Unternehmen auch hier von einer Erfolgsbeteiligung an der Wertsteigerung des zu entwickelnden Grundstücks. Ein besonderer Stellenwert innerhalb des Projektportfolios kommt derzeit dem Gesundheitscampus in Steinfurt zu, wo auf einem innerstädtischen Grundstück bis 2024 für 80 Mio. Euro ein Komplex aus einer Rehaklinik, Pflegeeinrichtungen und betreutem Wohnen errichtet werden soll. Die Objektgesellschaft befindet sich mehrheitlich im Besitz der Aktionäre der IGP Advantag AG und hat den Konzern, der bereits die Planungsphase umfassend betreut hat, in diesem Frühjahr als Generalübernehmer mit der schlüsselfertigen Errichtung des Ensembles beauftragt. Ein zweites Leuchtturmprojekt ist die Errichtung eines CO₂-neutralen Büro-Wohn-Komplexes in Holzhybrid-Bauweise in Berlin, mit dem erstmals ein eigenes Konzept für nachhaltiges Bauen umgesetzt wird. Mit diesem greenovation genannten Konzept stößt IGP nach eigenen Angaben auf eine rege Nachfrage und konnte bereits eine weitere Beauftragung (für ein Start-up-Campus in Essen) vermelden.

Wachstumsbeschleunigung durch Akquisitionen

Das solide organische Wachstum ergänzt IGP durch einen aktiven Akquisitionskurs, in dessen Rahmen vor allem das eigene Leistungsspektrum inhaltlich (zum Beispiel für Fassadenplanung) und regional erweitert wird. Die Akquisitionsstrategie umfasst dabei sowohl Komplettübernahmen als auch den Erwerb von Minderheitsanteilen, um die Zusammenarbeit mit den Zielunternehmen abzusichern. Zukünftig dürfte ein wichtiger Schwerpunkt zudem im Ankauf von Projekten liegen, die anschließend von IGP auf eigene Rechnung entwickelt werden.

Aktive Kapitalmarktstrategie

Zur Finanzierung des Akquisitionskurses will IGP stärker den Vorteil der eigenen Börsennotiz nutzen. Dafür soll die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt weiter intensiviert werden. Auch will das Unternehmen den Free-Float erhöhen, um die Attraktivität der Aktie auch für größere Investoren zu verbessern. Diese Aspekte könnten allein schon für eine Neubewertung der Aktie sorgen.

DCF-Bewertung

Organische Entwicklung

Unserem DCF-Bewertungsmodell legen wir ein Szenario zugrunde, in dem sich der Konzern in seiner heutigen Form organisch weiterentwickelt. Die vom Unternehmen explizit angekündigten Übernahmen haben wir aufgrund der zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch fehlenden Datenbasis noch nicht abgebildet und werden dies in Zukunft mit dem wachsenden Konkretisierungsgrad einzelner Vorhaben sukzessive nachholen. Das bedeutet insbesondere, dass auch weitere Projektentwicklungen auf eigene Rechnung in unserem Modell noch keinen Niederschlag gefunden haben. Die einzige Ausnahme ist das kürzlich erworbene Projekt in Fürstenwalde, das wir aber aufgrund des noch sehr frühen Stadiums und der noch fehlenden Informationsbasis nur in einer sehr vereinfachten Form und nur zu einem kleinen Teil des voraussichtlichen Projektvolumens abgebildet haben. Da wir davon ausgehen, dass IGP auch das eigene Projektgeschäft rasch ausbauen und wertsteigernd betreiben wird, sehen wir hierin in Relation zu unserem Modellergebnis somit ein weiteres Upside-Potenzial von erheblichem Ausmaß. Darüber hinaus ist bei unseren Schätzungen zu beachten, dass wir zur Abbildung der künftigen Entwicklung ein linearisiertes Wachstumsmodell unterstellt haben. Angesichts der ausgeprägten Abhängigkeit des Kerngeschäfts von IGP von verhältnismäßig wenigen, großen Projekten, kann dieses in der Realität hingegen eine starke Volatilität aufweisen. Diese kann dazu führen, dass die von uns unterstellten Werte in einzelnen Jahren die tatsächliche Entwicklung deutlich unter- oder überschätzen, was aber, solange die Trendannahmen stimmen, für das Modellergebnis nur eine untergeordnete Bedeutung hat.

Umsatzschätzungen deutlich angehoben

Nachdem wir unsere Schätzungen zuletzt in Reaktion auf Halbjahreszahlen an mehreren Stellen modifiziert haben, sehen wir derzeit nur in einem Punkt einen Grund, diese zu ändern. Und zwar haben wir angesichts der aktuellen Entwicklung im nationalen Emissionshandel offenbar die Dynamik im Zertifikatehandel zuletzt klar unterschätzt, weswegen wir die Annahmen bezüglich der Handelserlöse nun sehr deutlich angehoben haben. Diese erwarten wir dieses Jahr nun bei 27,0 Mio. Euro und damit fast 10 Mio. Euro höher als bisher. Bei unveränderten Schätzungen bezüglich der Erlöse im Kerngeschäft und aus dem Vertrieb der BIM-Software ergibt sich daraus eine neue Umsatzschätzung von 59,2 Mio. Euro (bisher: 50,7 Mio. Euro). Bezüglich der Entwicklung der [überbau]-Software räumt das Unternehmen auf Nachfrage Verzögerungen ein, will aber im kommenden Jahr auch in diesem Bereich deutlich an Schwung gewinnen. Neben dem höheren Umsatzvolumen im Zertifikatehandel im laufenden Jahr haben wir auch die künftigen Zuwächse in diesem Bereich stärker dynamisiert. Nun kalkulieren wir hier für das Jahr 2028 mit einem Jahresumsatz von über 80 Mio. Euro und damit mit mehr als dem Doppelten des alten Schätzwertes. Ebenfalls mit einem hohen Expansionstempo rechnen wir für den Softwarebereich, für den wir Wachstumsraten zwischen 50 und 20 Prozent unterstellen. Aufgrund der niedrigen Basis bleibt der Anteil dieses Segments an den Konzernerlösen aber dennoch bis 2028 im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Deutlich moderater sind hingegen die – unveränderten – Wachstumsannahmen für das Kerngeschäft. Für die nächsten drei Jahre rechnen wir zwar mit deutlich zweistelligen Zuwächsen, die unter anderem auf die

Erlösmodell (Mio. Euro)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Dienstleistungen	31,8	43,4	60,6	78,6	82,5	86,6	91,0	95,5
Software	0,4	0,7	1,0	1,3	1,8	2,4	2,9	3,5
Emissionshandel	27,0	35,1	43,9	52,7	60,6	66,6	73,3	80,6
Umsatz gesamt	59,2	79,2	105,4	132,6	144,9	155,6	167,2	179,7

Schätzungen SMC-Research

großen Aufträge als Generalübernehmer zurückzuführen sind, ab 2025 unterstellen wir für das Kerngeschäft aber nur noch ein moderates Wachstum von 5 Prozent p.a. Insgesamt sehen wir den Konzernumsatz 2028 bei 180 Mio. Euro.

Deutlicher Margenanstieg

Einen deutlichen Aufwärtstrend bis auf 9,9 Prozent erwarten wir auch hinsichtlich der EBIT-Marge, was wir durch mehrere Faktoren begründet sehen. Dazu gehören das leicht wachsende Gewicht der margenstarken Softwareaktivitäten, eine Schwerpunktverschiebung im Kerngeschäft in Richtung von früheren Projektphasen, die Übernahme der Gesamtverantwortung für Bauprojekte, eine Margenverbesserung im Zertifikatehandel sowie Größendegressionseffekte der Overhead-Kosten. Gegenüber unseren bisherigen Schätzungen fällt der Margenanstieg aber nun deutlich flacher aus (bisherige Zielmarge: 12,3 Prozent), was auf den nun spürbar erhöhten Umsatzanteil des margenschwachen Handelsgeschäfts zurückzuführen ist. In absoluten Zahlen hat sich die Umsatzerhöhung im Zertifikatehandel aber gleichwohl positiv auf die Ergebnisschätzungen ausgewirkt, wenn auch noch nicht im laufenden Jahr, für das wir weiterhin ein EBITDA von 5,9 Mio. Euro, ein EBIT von 3,5 Mio. Euro und einen Nettoüberschuss von 1,7 Mio. Euro

erwarten. Am Ende des detaillierten Prognosezeitraums liegt das EBIT aber nun bei 17,8 Mio. Euro, 1,2 Mio. Euro höher als bisher.

Geringe Investitionen

Da wir in unserem Modell von den Akquisitionen abstrahieren, sehen wir keinen großen Investitionsbedarf. Sowohl das Dienstleistungsgeschäft als auch der Emissionshandel und das Softwaresegment weisen eine geringe Kapitalintensität auf, weswegen sich die Investitionen in unserem Modell im niedrigen siebenstelligen Bereich bewegen und keine externe Finanzierung erfordern. Als größten Einzelposten haben wir die Investitionen in die Softwareentwicklung angenommen. Dementsprechend moderat fallen auch die operativ bedingten Abschreibungen aus. Hinzu kommen aber noch die Abschreibungen auf den Goodwill aus dem letztjährigen Reverse-Takeover, die sich auf etwas mehr als 2 Mio. Euro pro Jahr belaufen und die EBIT-Reihe noch bis über das Ende des detaillierten Prognosezeitraums hinaus belasten werden. Ein weiterer Effekt dieser Abschreibungen ist ihre fehlende steuerliche Abzugsfähigkeit, was sich in einer hohen rechnerischen Steuerquote bemerkbar macht. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	59,2	79,2	105,4	132,6	144,9	155,6	167,2	179,7
Umsatzwachstum		33,6%	33,2%	25,8%	9,3%	7,4%	7,4%	7,5%
EBIT-Marge	5,9%	6,9%	9,3%	8,0%	8,4%	9,0%	9,4%	9,9%
EBIT	3,5	5,4	9,8	10,6	12,2	13,9	15,8	17,8
Steuersatz	52,7%	45,8%	40,1%	39,5%	38,6%	37,9%	37,3%	36,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,8	2,5	3,9	4,2	4,7	5,3	5,9	6,6
NOPAT	1,7	2,9	5,9	6,4	7,5	8,7	9,9	11,2
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,0	6,1	9,2	9,7	10,9	12,1	13,4	14,9
- Zunahme Net Working Capital	-1,1	-0,6	-0,9	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8
- Investitionen AV	-6,0	-4,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Free Cashflow	-3,1	1,4	7,1	7,1	8,0	9,0	10,0	11,2

prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Terminal Value

Zur Ermittlung des Terminal Value setzen wir die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums an, von der wir aber aus Vorsicht einen Sicherheitsabschlag von 25 Prozent vornehmen. Das anschließende „ewige“ Cashflow-Wachstum setzen wir mit 1 Prozent p.a. an.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisikoprämie setzen wir einen durchschnittlichen Wert für Deutschland in Höhe von 5,8 Prozent an (Quelle: Survey – Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Das Beta leiten wir in Ermangelung eines statistisch belastbaren Wertes (zu geringe Korrelation) mit Hilfe von fundamentalen Überlegungen ab. Hierbei sehen wir vor allem drei Aspekte, die für eine höhere Volatilität in Relation zum Marktportfolio sprechen: der ausgeprägte Projektcharakter im Kerngeschäft, die frühe Phase der Unternehmensentwicklung im Softwaregeschäft und die konjunkturelle Abhängigkeit des Wirtschaftsbaus. Aus diesen Überlegungen heraus taxieren wir den Betafaktor auf 1,5, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 9,7 Prozent ergibt. In Verbindung mit einem Zielfremdkapitalanteil von 25 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert daraus ein WACC-Wert von 7,9 Prozent.

Kursziel: 3,90 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,9 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 106,7 Mio. Euro bzw. 3,85 Euro je Aktie,

woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 3,90 Euro ableiten. Die Erhöhung spiegelt die deutliche Anhebung der Umsatzschätzung für den Zertifikatebereich wider.

Leicht überdurchschnittliches Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) ein. Dieses sehen wir im vorliegenden Fall vor allem aus zwei Gründen als etwas erhöht an. Zum einen ist das Kerngeschäft zwar seit Jahren etabliert und erfolgreich, die Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten erschwert aber die konkrete Schätzung einzelner Jahre. Zum anderen befindet sich das Softwaregeschäft, dem wir in unserem Modell ergebnisseitig einen vergleichsweise hohen Stellenwert einräumen, im Hinblick auf die externe Vermarktung noch in einem frühen Stadium, weswegen der Erfolg dieser Bestrebungen noch mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet ist. Vor diesem Hintergrund vergeben wir zur Bewertung des Schätzrisikos unverändert vier Punkte.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 3,08 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,9 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 5,21 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,9%	5,21	4,85	4,55	4,30	4,08
7,4%	4,70	4,42	4,17	3,96	3,78
7,9%	4,28	4,05	3,85	3,67	3,52
8,4%	3,93	3,73	3,56	3,42	3,29
8,9%	3,62	3,46	3,32	3,19	3,08

Fazit

Als einer der führenden Anbieter von baunahen Dienstleistungen verfügt IGP Advantag über eine seit vielen Jahren etablierte Marktposition, die durch eine Vielzahl von erfolgreich abgeschlossenen, renommierten Referenzprojekten untermauert wird. Auch finanziell war das Unternehmen in der Vergangenheit erfolgreich, ist kräftig gewachsen und hat im Kerngeschäft zweistellige EBIT-Margen erwirtschaftet.

Besondere Stärken hat IGP beim Geschäft mit der Errichtung von Gesundheits- und Bildungsimmobilien sowie beim Thema Green Building, das im laufenden Jahr durch eine Akquisition und eine Minderheitsbeteiligung weiter ausgebaut wurde. Mit dieser Positionierung in nachfragestarken Marktsegmenten, mit dem zunehmenden Engagement in früheren Projektphasen sowie mit dem im Oktober vollzogenen Einstieg in die Entwicklung eigener Immobilienprojekte verfügt das Unternehmen über gute Chancen,

die positiven Umsatz- und Ergebnistrends auch in Zukunft fortzusetzen. Weitere Potenziale versprechen das Geschäft mit der eigenen BIM-Software sowie der Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten, der im Zuge der verschärften Klimaschutzmaßnahmen inzwischen aus seinem Nischendasein herausgewachsen ist und aktuell massive Umsatzzuwächse verzeichnet.

Aufgrund dieser vielversprechenden Perspektiven haben wir für die Wertermittlung ein linearisiertes Wachstumsszenario mit steigenden Erlösen und Margen unterstellt. Der hieraus resultierende faire Wert von 3,90 Euro signalisiert gegenüber dem aktuellen Börsenkurs ein Verdopplungspotenzial. Da wir zudem auch das Gesamtbild, das von einer etablierten Marktposition, einem überzeugenden Track-Record, einer ausgeprägten Kontinuität im Management und einer soliden Bilanzsituation gekennzeichnet ist, stimmig finden, bestätigen wir das bisherige Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
AKTIVA									
I. AV Summe	29,8	32,1	32,3	30,2	28,3	26,5	24,7	22,9	21,1
1. Immat. VG	29,3	28,2	28,2	26,2	24,1	22,0	20,0	17,9	15,8
2. Sachanlagen	0,3	2,7	2,9	2,9	3,1	3,3	3,5	3,8	4,1
II. UV Summe	14,6	13,5	16,3	24,0	31,1	38,1	45,7	54,0	63,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	33,7	35,1	37,5	42,4	46,9	51,3	56,2	61,9	68,2
II. Rückstellungen	4,4	3,9	4,2	4,4	4,7	4,9	5,2	5,4	5,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
2. Kurzfristiges FK	5,9	6,4	6,8	7,2	7,8	8,3	8,9	9,5	10,1
BILANZSUMME	44,4	45,7	48,7	54,3	59,5	64,7	70,5	77,0	84,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzerlöse	37,9	59,2	79,2	105,4	132,6	144,9	155,6	167,2	179,7
Gesamtleistung	38,6	61,0	81,1	107,7	135,2	147,6	158,4	170,1	182,7
Rohhertrag	19,8	22,1	27,0	34,3	40,2	42,7	45,2	47,9	50,8
EBITDA	5,2	5,9	8,6	13,1	13,9	15,6	17,4	19,3	21,4
EBIT	2,9	3,5	5,4	9,8	10,6	12,2	13,9	15,8	17,8
EBT	2,9	3,5	5,4	9,8	10,6	12,3	14,1	16,0	18,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	1,2	1,7	2,9	5,9	6,4	7,6	8,7	10,0	11,4
JÜ	1,1	1,7	2,9	5,9	6,4	7,6	8,7	10,0	11,4
EPS	0,04	0,06	0,11	0,21	0,23	0,27	0,31	0,36	0,41

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CF operativ	0,9	2,9	5,5	8,3	8,5	9,6	10,7	11,9	13,2
CF aus Investition	-0,3	-6,0	-4,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
CF Finanzierung	0,8	-0,2	-0,6	-1,0	-1,9	-3,2	-3,8	-4,4	-5,0
Liquidität Jahresanfa.	3,2	4,5	1,2	2,1	8,2	13,4	18,2	23,5	29,3
Liquidität Jahresende	4,5	1,2	2,1	8,2	13,4	18,2	23,5	29,3	35,6

Kennzahlen

Prozent	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzwachstum	2,1%	56,5%	33,6%	33,2%	25,8%	9,3%	7,4%	7,4%	7,5%
Rohertragsmarge	52,4%	37,3%	34,1%	32,5%	30,3%	29,4%	29,1%	28,7%	28,3%
EBITDA-Marge	13,8%	9,9%	10,9%	12,4%	10,5%	10,8%	11,2%	11,6%	11,9%
EBIT-Marge	7,6%	5,9%	6,9%	9,3%	8,0%	8,4%	9,0%	9,4%	9,9%
EBT-Marge	7,7%	5,9%	6,9%	9,3%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,0%	2,8%	3,7%	5,6%	4,8%	5,2%	5,6%	6,0%	6,3%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 30.11.2021 um 6:40 Uhr fertiggestellt und am 30.11.2021 um 10:00 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
06.10.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
06.07.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
27.04.2021	Speculative Buy	3,20 Euro	1), 3)
11.12.2020	Speculative Buy	2,80 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update, zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.