

11. Dezember 2020
Research-Studie

THOMSON REUTERS
SMC Research
Small and Mid Cap Research



IGP Advantag AG

Erfolgreiches Kerngeschäft und attraktive Wachstumsoptionen

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | Kurs: 1,56 € | Kursziel: 2,80 € (Ersteinschätzung)

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
Zahlen	17
Equity-Story	21
DCF-Bewertung.....	24
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. 350 (inkl. Partner)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWVR2
Ticker:	A62:GR
Kurs:	1,56 Euro
Marktsegment:	Primärmarkt D-dorf
Aktienanzahl:	27,7 Mio. Stück
Market-Cap:	43,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	39,3 Mio. Euro
Free Float:	ca. 3,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,16 / 0,73 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 3 M):	10,1 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Der IGP Advantag-Konzern in seiner heutigen Form ist erst im ersten Halbjahr 2020 aus dem Reverse Take-over der börsennotierten Advantag AG, eines Spezialisten für den Handel mit CO₂-Zertifikaten, durch die IGP-Gruppe entstanden. Deren Kerngeschäft, und damit auch das des neuformierten Konzerns, sind baunahe Dienstleistungen, die das Unternehmen vor allem, aber nicht nur, für öffentliche Auftraggeber erbringt. In diesem Geschäft ist IGP bereits seit Jahrzehnten aktiv und verfügt dort über eine etablierte Marktposition mit einer Vielzahl an Partnern, Kunden sowie starken Referenzen. In den letzten Jahren konnte IGP ein starkes Wachstum sowie zweistellige EBIT-Margen erzielen. Ein wachsendes Gewicht entfällt dabei auf Projektentwicklungen, die das Unternehmen bisher noch als Dienstleistung erbringt, zukünftig aber auch auf eigene Rechnung realisieren will, um vollumfänglich an der Wertsteigerung der entwickelten Grundstücke partizipieren zu können. Weiteres Wachstumspotenzial besteht im Geschäft mit der selbstentwickelten BIM-Software, die seit diesem Jahr extern angeboten wird, und die im Erfolgsfall für hohe, wiederkehrende Erlöse mit attraktiven Margen sorgen könnte.

GJ-Ende: 31.12.	2019*	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	37,1	37,0	42,6	46,1	50,0	54,5
EBIT (Mio. Euro)	5,6	2,2	2,4	3,3	4,4	5,8
Jahresüberschuss	3,5	1,5	1,6	2,2	3,0	3,9
EpS	0,13	0,05	0,06	0,08	0,11	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	0,05
Umsatzwachstum	-	-0,1%	15,1%	8,1%	8,6%	9,0%
Gewinnwachstum	-	-57,2%	7,7%	36,6%	34,9%	32,5%
KUV	1,17	1,17	1,02	0,94	0,86	0,79
KGV	12,4	28,9	26,9	19,7	14,6	11,0
KCF	-	-	10,4	7,8	6,9	6,0
EV / EBIT	6,7	7,0	6,7	5,8	4,9	4,2

*IGP Ingenieur, IGP Projekt und Advantag AG

Executive Summary

- **Reverse Take-over im Frühjahr:** In der heutigen Form besteht der IGP Advantag-Konzern erst seit diesem Frühjahr. Er ist das Ergebnis einer Übernahme des IGP Gruppe durch die deutlich kleinere, aber börsennotierte Advantag AG, einem Spezialisten für den Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten. Die Übernahme erfolgte in Form einer großen Sachkapitalerhöhung, in deren Folge die Gesellschafter der IGP Gruppe nun eine klare Anteilmehrheit an dem vergrößerten Konzern halten.
- **Etablierter Spezialist für baunahe Dienstleistungen:** In seinem Kerngeschäft, der ganzheitlichen Betreuung von großen Bauprojekten, in dem das Unternehmen sehr 20 Jahren aktiv ist, gehört der neu formierte 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.
- **Einstieg in Projektentwicklung vollzogen:** Inzwischen betätigt sich die Gruppe auch als Projektentwickler und sieht ihre Stärke in der Lösung von planungs- und baurechtlich anspruchsvollen Fällen, die durch innovative Konzepte bis zur Baureife vorangetrieben werden.
- **Zweistellige EBIT-Marge:** Auf Pro-forma-Basis hat der Konzern 2019 die Gesamtleistung um 45 Prozent gesteigert und eine EBIT-Marge von 14 Prozent erzielt. Im Kerngeschäft lag sie sogar über 20 Prozent.
- **Attraktive Zielsegmente:** Mit dem Dienstleistungsangebot adressiert IGP schwerpunktmäßig öffentliche Auftraggeber, deren Umsatzanteil derzeit bei rund 60 Prozent liegt. Vor allem im Bildungsbereich (wegen des Investitionsrückstaus) sowie im Gesundheitssektor (Demographie-bedingt) 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.
- **Software-Geschäft wird ausgebaut:** Eine weitere Wachstumsoption bietet das Geschäft mit der eigenen BIM-Software [überbau], die seit diesem 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.
- **Projekte auf eigene Rechnung:** Einen noch größeren Hebel auf die Marge sollte die Entwicklung von eigenen Immobilienprojekten bringen, bei der IGP von der Wertschöpfung vollumfänglich profitieren würde. Um dieses Geschäft auszubauen, will IGP vielversprechende Projekte mit Unterstützung des Kapitalmarktes akquirieren.
- **Aktie mit Potenzial:** Der aktuelle Börsenkurs von 1,56 Euro spiegelt den Wert des Unternehmens nicht adäquat wider. Diesen sehen wir auf Basis des unterstellten Wachstumsszenarios derzeit bei 2,80 Euro je Aktie. Dementsprechend starten wir die Coverage mit dem Votum „Speculative Buy“, wobei das spekulative Element vor allem der noch geringen Informationsbasis über den neu geformten Konzern geschuldet ist.

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.
- Die Umsetzung eigener Immobilienprojekte verspricht deutlich höhere Margen und würde zudem für eine zusätzliche Auslastung im Dienstleistungsbereich sorgen.
- BIM-Software bietet großes Potenzial für marginstarke und wiederkehrende Erlöse.
- Die Intensivierung der Kapitalmarktpresenz könnte das anorganische Wachstum erleichtern.

Schwächen

- In der aktuellen Form hat IGP noch keinen konsolidierten und geprüften Jahresabschluss vorgelegt, was die Beurteilung erschwert.
- Bekanntheit und Vertrauen am Kapitalmarkt müssen noch aufgebaut werden, auch der sehr geringe Freefloat reduziert die Attraktivität der Aktie.
- Die Geschäftsentwicklung kann von einzelnen Aufträgen und deren zeitlichen Verlauf stark beeinflusst werden, was für eine erhöhte Volatilität der Erträge sorgen kann.
- In den letzten zwei Jahren waren die Cashflow-Überschüsse trotz der hohen Profitabilität nur moderat.
- Der mit Abstand größte Bilanzposten ist der Goodwill, dessen planmäßige Abschreibung die Ergebnisentwicklung belasten wird.

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.
- Die Corona-Krise könnte die Baukonjunktur für eine längere Zeit belasten und in den weniger betroffenen Sektoren die Wettbewerbsintensität erhöhen.
- Der Markterfolg der BIM-Software außerhalb der eigenen Projekte 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 erst 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 die Muttergesellschaft des neuen Konzerns fungiert. In dieser Aufstellung sieht sich der IGP-Konzern als ein integrierter Dienstleister für die gesamte Wertschöpfungskette der Bauindustrie. 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. 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 150 eigene Mitarbeiter, darüber hinaus kann auf weitere ca. 200 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, wo früher auch der Unternehmenssitz der „alten“ Advantag AG lag. Die Börsennotiz besteht seit 2013 im Primärmarkt der Börse Düsseldorf, seit diesem Jahr wird die Aktie aber auch auf Xetra gehandelt.

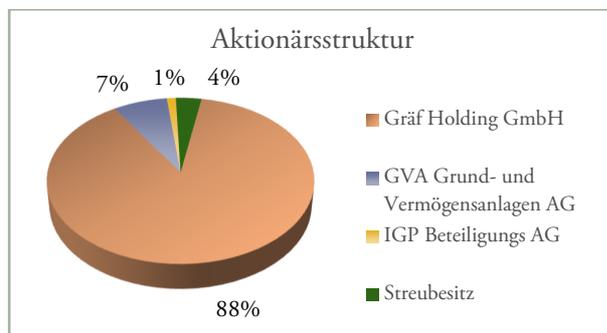
Beide Gründer im Vorstand

Geleitet wird der Konzern 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 Heinzlmann, 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 und Nachhaltigkeit. 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. Nach dem Anteils-

kauf im letzten Jahr und vor allem nach der Sachkapitalerhöhung in diesem Frühjahr verfügt er nun über einen Anteil von 88,2 Prozent der Stimmrechte. 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 deutlich kleineres Paket gehört der IGP Beteiligungs AG, die zeitnah in IGP Advantag AG integriert werden soll. Der Freefloat beläuft sich derzeit auf 3,8 Prozent, soll aber im nächsten Jahr erhöht werden.

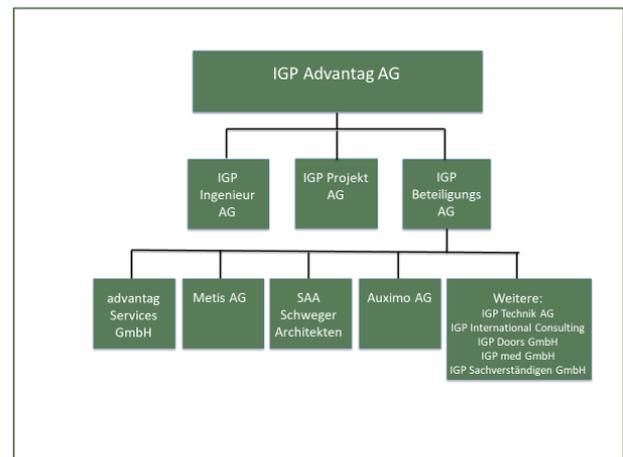


Quelle: Unternehmen, Stand 01.12.2020

Klare Holdingstruktur

Innerhalb des Konzerns fungiert die IGP Advantag AG als eine Managementholding, die zentrale Funktionen wahrnimmt. Unterhalb der Konzernmutter befindet sich die Struktur gerade im Umbau, soll nach dessen Abschluss aber aus drei direkten und sieben indirekten Töchtern bestehen, die für das operative Geschäft verantwortlich sind (siehe Abbildung). Die mit Abstand größte Einheit ist die IGP Ingenieur AG, die Dienstleistungen rund um die Planung, Steuerung und Abwicklung von Bauprojekten anbietet. Ergänzt wird ihr Leistungsspektrum durch mehrere Spezialisten, die unter der Tochter IGP Beteiligungs AG angesiedelt werden. Dazu gehören unter anderem Spezialisten für die Haustechnik und Sachverständigengutachten, für Fragestellungen rund um internationale Immobilienprojekte und nicht zuletzt eine 90-prozentige Beteiligung an dem renommierten Architekturbüro SAA Schweger Architekten. Die zweitgrößte Einheit des Konzerns ist die IGP Projekt GmbH, die Dienstleistungen für fremde Projektentwicklungen

erbringt und für den Aufbau des Geschäfts mit eigenen Projekten zuständig ist. Eine – strategisch – herausgehobene Stellung innerhalb des Konzerns hat die Metis AG, die Ende 2017 als Ausgründung aus der IGP Ingenieur AG gegründet wurde, um als ein selbstständiges Softwarehaus die BIM-Software [überbau] (BIM steht für Building Information Management), die in den vergangenen Jahren intern entwickelt und in zahlreichen Kundenprojekten erfolgreich eingesetzt wurde, weiter zu entwickeln und auch extern zu vermarkten. Die Themen Klimaschutz und hier insbesondere der Handel mit Emissionszertifikaten obliegt schließlich der Tochter advantag Service GmbH, dem operativen Kern der „alten“ Advantag AG.



Quelle: Unternehmen, Zielstruktur nach Abschluss der laufenden Optimierung

Dienstleistungsgeschäft dominiert

Gemäß der Aufstellung wird das Geschäft umsatzseitig klar von den Baudienstleistungen dominiert. Nach Unternehmensangaben entfielen letztes Jahr von den 40,9 Mio. Euro, die der Konzern auf der Grundlage einer Pro-forma-Konsolidierung an Gesamtleistung erzielt hat, rund 31 Mio. Euro auf die „alte“ IGP, etwa 1,0 Mio. Euro auf das Softwaregeschäft und knapp 9,0 Mio. Euro auf den Handel mit Emissionszertifikaten. Auch im ersten Halbjahr 2020, der ersten Periode, für die es einen konsolidierten Abschluss gibt, lag der Anteil der Baudienstleistungen bei etwa drei Viertel der Konzerngesamtleistung. Die genauen Gewichte können sich zwar durch die diskontinuierlich anfallenden Erlöse aus größeren Projekten durchaus

spürbar verschieben, und die Corona-Krise hat die einzelnen Bereiche zudem unterschiedlich stark getroffen, doch an der Feststellung der klaren Dominanz des Dienstleistungsgeschäfts ändern diese Einschränkungen nichts.

Expertise für anspruchsvolle Projekte

Ein Markenzeichen von IGP 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 abgearbeitet, 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.

Projektentwicklung wird wichtiger

Während IGP Ingenieur ihren Schwerpunkt in Spätphasen von Immobilienprojekten hat (Vergabe der Bauleistungen, Bauüberwachung, -steuerung und -dokumentation, Objektbetreuung), deckt IGP Projekt mit ihren Dienstleistungen die Frühphase ab (Grundlagenermittlung, Vorplanung). Diese Leistungen werden derzeit vor allem für Dritte erbracht, sollen zukünftig aber den Kern der Entwicklung eigener Immobilienprojekte darstellen.

Attraktives Projektportfolio

Als Zwischenschritt zwischen der reinen Dienstleistung und der Projektentwicklung auf eigene Rechnung betreut IGP aktuell ein Portfolio aus mehreren Vorhaben im Besitz des Großaktionärs. Für diese Projekte erbringt IGP die komplette Palette der eigenen Dienstleistungen, darüber hinaus wurde eine Erfolgsbeteiligung an der Wertsteigerung vereinbart. Eine herausragende Bedeutung haben davon insbesondere zwei Projekte: die Entwicklung und Errichtung eines Gesundheitscampus in Steinfurt bei Münster mit einem Bauvolumen von 80 Mio. Euro (bis 2023) und der Neubau eines CO₂-neutralen Bürokomplexes in Holzhybrid-Bauweise in Berlin, für den bis 2022 Baukosten von 55 Mio. Euro vorgesehen sind.

Starker Fokus

Für das eigene Projektgeschäft legt IGP den Schwerpunkt auf planungs- und baurechtlich ungeklärte Situationen, die für viele andere Anbieter zu anspruchsvoll sind und bei denen deswegen die Konkurrenz nicht so stark ausgeprägt ist. 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 (bisher noch auf Rechnung des Großaktionärs) 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.

Technologisch führende Softwarelösung

Ein weiteres Standbein des Konzerns ist die zunächst für den Eigengebrauch entwickelte BIM-Software [überbau], die bisher im Rahmen von Dienstleistungsprojekten angeboten wurde und seit diesem Jahr auch losgelöst von den übrigen Aktivitäten vertrieben wird. Das Produkt richtet sich an Bauherren, 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 Baupro-

jekts in Berlin über die Laufzeit von 7 Jahren voraussichtlich Lizenzerlöse in Höhe von 10,2 Mio. Euro vereinnahmt werden.

Volumenstarker Emissionshandel

Umsatzseitig von erheblicher Bedeutung ist für den IGP-Konzern schließlich der Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten, das Kerngeschäft der „alten“ Advantag AG. Die Gesellschaft betreibt es seit 2009 und hat in dieser Zeit 55 Mio. Zertifikate im Wert von 330 Mio. Euro gehandelt. Im letzten Jahr resultierte daraus ein Umsatz von knapp 9 Mio. Euro, der allerdings mit einer sehr niedrigen Rohmarge von weniger als 1 Prozent einhergeht. Das Handelsgeschäft ist in der neuen Konzernstruktur in der Advantag Services GmbH angesiedelt.

Marktumfeld

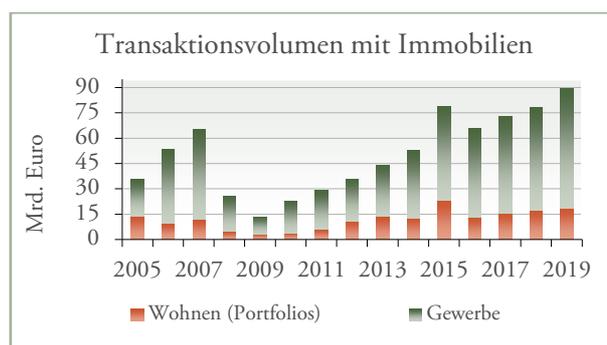
Zinstief dürfte anhalten

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, während der Durchschnittszins für zehnjährige Hypothekenkredite nach Angaben des Hypothekenvermittlers Interhyp im März mit 0,68 Prozent ein neues Allzeittief markiert und sich seitdem kaum erholt hat. Vereinzelt Zinserhöhungstendenzen, die es noch bis Ende 2019 in anderen Weltregionen gegeben hat, wurden mit dem Ausbruch der Corona-Krise jäh beendet, stattdessen haben die wichtigsten Zentralbanken, wo sie es noch konnten, mit entschlossenen Zinssenkungen reagiert. Darüber hinaus sorgen die umfangreichen Wertpapierkäufe durch die FED, die EZB und andere Notenbanken für niedrige Marktzinsen. Da die Wirtschaft in weiten Teilen der Welt noch deutlich vom Vorkrisenniveau entfernt ist, ist die Weltwirtschaft insgesamt aktuell einem großen deflationären Schock (unterausgelastete Kapazitäten, wachsende Arbeitslosigkeit, Einbruch des Ölpreises etc.) ausgesetzt, weswegen ein Szenario mit deutlich steigenden Inflationsraten und folglich höheren Zinsen im Moment nicht sehr wahrscheinlich wirkt.

Deutsche Immobilien gesucht

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 sei es 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 2020) im Bereich der Gewerbeimmobilien seit 2009 von 10,1 Mrd. Euro

auf über 70 Mrd. Euro im letzten Jahr mehr als versiebenfacht, bei Wohnimmobilien wurde im selben Zeitraum ein Anstieg von 3,8 auf knapp 19 Mrd. Euro verzeichnet.



Quelle: Ernst & Young

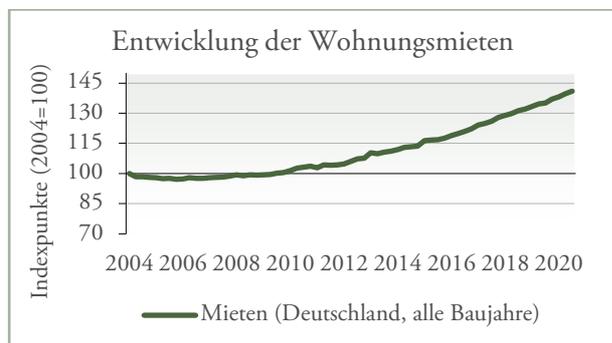
Gesamtmarkt trotz Corona

Trotz Corona rechnen die Marktexperten von JLL Research auch für dieses Jahr mit einem Transaktionsvolumen von 75 Mrd. Euro und schließen sogar einen höheren Wert nicht aus. Nach einem sehr starken Jahresauftakt hat sich das Transaktionsgeschehen Corona-bedingt zwar im zweiten und dritten Quartal beruhigt, doch in Summe der ersten neun Monate betrug das Transaktionsvolumen 58 Mrd. Euro und lag damit sogar über dem Vorjahr. Als Ausdruck der robusten Verfassung des Marktes verweist JLL Research auf die hohe Anzahl an Transaktionen (rund 1.500) und deutet dies als Ausdruck eines ungebrochen großen Investoreninteresses (Quelle: JLL Research: Investmentmarktüberblick Deutschland | 3. Quartal 2020; andere Abgrenzung als bei Ernst & Young). Allerdings ist die Entwicklung nicht in allen Segmenten gleich. Vielmehr sind die Transaktionsvolumina in den Bereichen Büro, Einzelhandel und insbesondere Hotel rückläufig, was auf eine erhöhte Skepsis bezüglich der künftigen Entwicklung hindeutet. Im Büroimmobilienbereich wirkt hier einerseits die Sorge vor einer längeren konjunkturellen Schwäche, andererseits dämpft die Unsicherheit bezüglich eventueller

struktureller Verschiebungen in der Büronutzung (Stichwort: Homeoffice) derzeit die Investorennachfrage.

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 39,2 Prozent auf zuletzt 8,43 Euro pro Quadratmeter zugelegt haben (Quelle: empirica-Immobilienpreisindex III/2020).

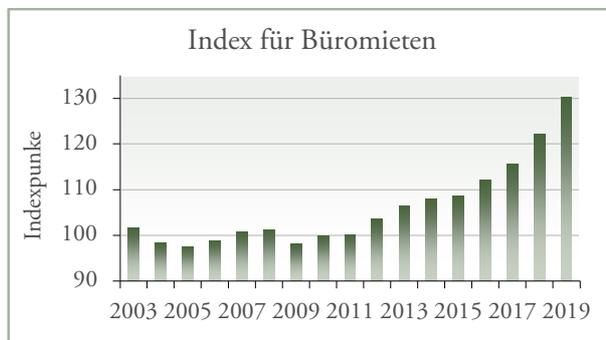


Quelle Empirica

Sinkende Leerstände

Auch die Büromieten sind in den letzten Jahren stetig gestiegen, nach Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) beträgt der kumulierte Zuwachs zwischen 2010 und 2019 mehr als 30 Prozent. Die starke Nachfrage wird auch durch die sinkenden Leerstände verdeutlicht. Waren im Büroimmobilienbereich zu Beginn des letzten Jahrzehnts noch Leerstandsquoten von mehr als 10 Prozent üblich, lag diese im Durchschnitt der sieben größten deutschen Bürostandorte zum Ende des dritten Quartals 2020

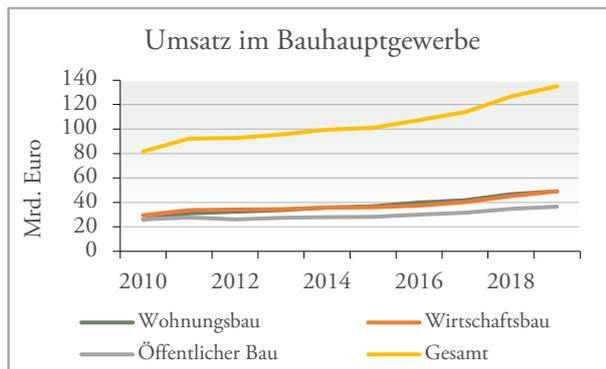
bei lediglich 3,7 Prozent (Quelle: JLL Research: Büromarktüberblick, Big 7 | 3. Quartal 2020).



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)

Bauinvestitionen vom Wohnungsbau geprägt

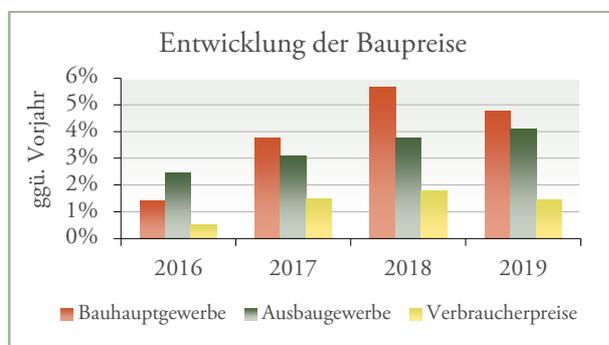
Die hohe Nachfrage nach Wohnungen, Büros etc. hat die Bauaktivitäten in Deutschland in den letzten Jahren stark beflügelt. So sind nach Angaben des Statistischen Bundesamtes die Bauinvestitionen real zwischen 2010 und 2019 um 14,1 Prozent gewachsen. Im letzten Jahr beliefen sie sich auf 373 Mrd. Euro, wovon mehr als 60 Prozent auf den Wohnungsbau, 27 Prozent auf den Wirtschaftsbau und etwas mehr als 12 Prozent auf den öffentlichen Bau (hiervon rund zwei Drittel im Tiefbau) entfielen. Das größte Teilsegment ist das Bauhauptgewerbe, auf das 34,2 Prozent der Bauinvestitionen entfallen, gefolgt vom Ausbaugewerbe mit 28,5 Prozent. Auf Dienstleistungen entfallen fast 17 Prozent aller Bauinvestitionen.



Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

Bauwirtschaft mit starkem Wachstum

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 2019 die Erlöse im deutschen Bauhauptgewerbe um fast zwei Drittel auf 135 Mrd. Euro erhöht, wobei der Zuwachs im Wohnungsbau mit 88 Prozent auf 49 Mrd. Euro am stärksten war. Am schwächsten ausgeprägt war die Dynamik im öffentlichen Bau, wo die Umsätze in dem Zehnjahreszeitraum um 40 Prozent auf 37 Mrd. Euro zugelegt haben.

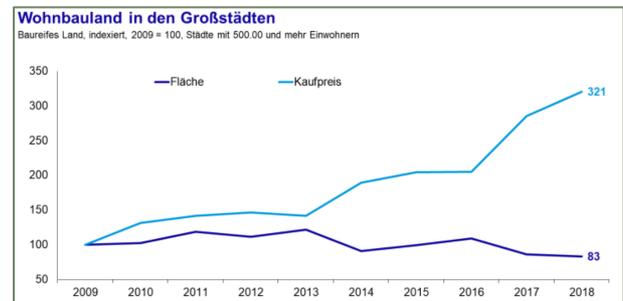


Quelle: Hauptverband der deutschen Bauindustrie

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 2018 um 55 Prozent auf 189 Euro pro qm verteuert, in Städten mit mehr als 500.000 Einwohnern hat sich der Preis sogar mehr als verdreifacht, auf 1.095 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 2018 4,3 Mio. Quadratmeter Bauland verkauft, der niedrigste Wert seit 2009 und ein Drittel weniger als 2013. Normiert auf den Stand von 2009 entsprach der Flächenumsatz 2018 lediglich 83 Prozent des ursprünglichen Wertes (siehe Graphik). 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 2019 um 13,5 Prozent erhöhte, legten die Preise für Betonstahl in Stäben in den drei Jahren bis 2019 um 21 Prozent und für Bitumen aus Erdöl um 62 Prozent zu. Viel mehr als von den steigenden Personalkosten wurde die Bauwirtschaft aber durch die fehlende Verfügbarkeit von Fachkräften belastet. In einer Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertages Anfang 2020 nannten 77 Prozent der Unternehmen des Baugewerbes den Fachkräftemangel als das größte Geschäftsrisiko, zehn Jahre zuvor hatten nur 21 Prozent der Unternehmen dieses Thema als ein Problem angesehen. Damit war die Arbeitsmarktsituation in der Baubranche Anfang 2020 deutlich angespannter als in der Industrie, wo sie von 46 Prozent der befragten Unternehmen als Geschäftsrisiko genannt wurden.

Produktivitätsfortschritt erforderlich

Die Kombination aus einer starken Nachfrage und kosten- sowie preistreibenden Kapazitätsrestriktionen sorgt für einen starker Druck in der Bauwirtschaft, die 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 ab diesem 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.

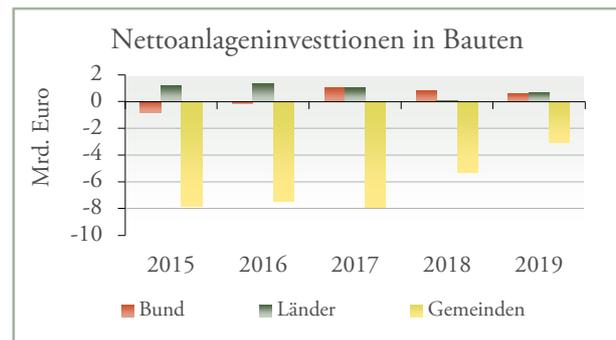
Greenbuilding wird zum Kernthema

Ein weiteres Thema, das zukünftig noch stärker an Bedeutung gewinnen dürfte, ist die ökologische Nachhaltigkeit sowohl von Gebäuden als auch vom Bauprozess selbst. Von dem Start des nationalen Emissionshandels im nächsten Jahr ist über die daraus resultierende Verteuerung der fossilen Brennstoffe auch der Gebäudesektor betroffen. Mit dem bis 2025 gesetzlich festgelegten Anstieg der Preise der CO₂-Zertifikate von anfänglich 25 auf 55 Euro (ein Zertifikat berechtigt zur Emission einer Tonne CO₂), dem ab 2026 eine Versteigerungslösung (bei einer weiter reduzierten Gesamtmenge der verfügbaren Zertifikate) folgen wird, dürften die Energiekosten von Immobilien zu einem immer wichtigeren Bestandteil von deren Gesamtkosten werden, was den Fokus noch stärker auf die Energieeffizienz von neuen Gebäuden bzw. auf die energetische Sanierung im Bestand richten sollte. 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.

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 Bereich ein erhöhtes Interesse an Konzepten zur Energieeinsparung (im Neubau und Bestand), was

den ohnehin hohen Investitionsbedarf in diesen Bereichen 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 31,6 Mrd. Euro unter den Abschreibungen.



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 2020). Demnach beläuft sich das erforderliche Investitionsvolumen, um die kommunale Infrastruktur auf den heute notwendigen Stand (quantitativ und qualitativ) zu heben, auf 147 Mrd. Euro. Der größte Teil davon (30 Prozent) entfällt auf die Schulen, bei denen ein Investitionsbedarf von 44,2 Mrd. Euro gesehen wird. Als Gründe, die eine Reduktion dieses Rückstaus behindern, nennen die Kommunen am häufigsten finanzielle Restriktionen, doch nur knapp dahinter folgt der Verweis auf die fehlenden personellen Kapazitäten in den Bauverwaltungen. Aber auch fehlende Kapazitäten in der Bauwirtschaft werden von fast 30 Prozent als ein Grund genannt. Sollte die Dynamik im Wirtschaftsbau Corona-bedingt abnehmen, könnte hieraus deswegen ein positiver Effekt für die kommunalen Investitionen resultieren, falls sie vom Bund und den Ländern finanziell dafür in die Lage versetzt werden.

Nachfrage nach Pflegeeinrichtungen

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 profitiert das Segment derzeit von seiner Konjunkturunabhängigkeit und von der Stabilität der Erträge, weswegen das Transaktionsvolumen in den ersten neun Monaten um 45 Prozent auf 1,9 Mrd. Euro zugenommen hat. Mit fast 70 Prozent entfällt ein Großteil dieses Volumens auf die Pflegeheime, die zusätzlich von den politischen Überlegungen profitieren könnten, die Pflegekosten stärker über den Staat zu finanzieren. Als zweitgrößtes Segment ist auch der Bereich betreutes Wohnen deutlich auf 378 Mio. Euro gewachsen. Im

Vergleich zu Pflegeheimen zeichnet sich dieses Segment durch eine deutlich geringere Regulierung aus, was die Attraktivität aus Sicht vieler Investoren zusätzlich erhöht.



Quelle: CBRE Research

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.

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.

Betonung der Nachhaltigkeit

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.

Margenverbesserung im Zertifikatehandel

Auch im Zertifikatehandel selbst will IGP von der Ausweitung des Geltungsrahmens in Deutschland auf weitere Sektoren sowie vom Start des neuen Emissionshandelssystems für den globalen Luftverkehr profitieren und den Umsatz deutlich ausweiten. Da hierdurch auch die Zahl der Marktteilnehmer sehr stark steigen wird, soll der Anteil des Direktgeschäfts mit betroffenen Unternehmen (anstelle von Intermediären) erhöht werden, wovon sich das Management eine Verbesserung der Handelsmarge verspricht.

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.

Ausbau eigener Projektentwicklungen

Doch der Schwerpunkt der Akquisitionsaktivitäten soll im Ankauf von vielversprechenden Grundstücken liegen, um damit in das Geschäft mit eigenen Projektentwicklungen einzusteigen. 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 Expansionschritt entlang der Wertschöpfungskette dar. Dabei will sich IGP weiterhin vor allem auf planungs- oder baurechtlich schwierige Situationen konzentrieren, in denen das Unternehmen über eine große Expertise verfügt. Bei solchen Projekten ist die Konkurrenzsituation erfahrungsgemäß schwächer ausgeprägt, wodurch der Zugang oft zu attraktiven Konditionen erfolgen kann. In Kombination mit der eigenen Expertise, die IGP bislang als Dienstleister bei der Lösung solcher Fälle sammeln und zeigen konnte, könnte das eigene Projektentwicklungsgeschäft zu einer weiteren Stärkung der Profitabilität beitragen. Darüber hinaus können die eigenen Projekte für eine zusätzliche Auslastung – und ggf. für deren Glättung – der Kapazitäten im Dienstleistungsgeschäft sorgen. Da die exakte Marktkennntnis und ein guter Zugang zu attraktiven Opportunitäten für den Erfolg von Projektentwicklungen von sehr großer Bedeutung sind, sollen diese Aktivitäten zunächst auf die Regionen

Rhein-Ruhr und Berlin konzentriert werden, in denen IGP besonders stark verankert ist.

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 samt 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 Cloud-basierte Software hauptsächlich im SaaS-Modell vertrieben wird, würde ein Markterfolg für einen wachsenden Anteil der wiederkehrenden Erlöse sorgen und die Geschäftsentwicklung des Konzerns zusätzlich verstetigen. Darüber hinaus verspricht das hochskalierbare Softwaregeschäft eine positive Wirkung auf die Konzernmargen.

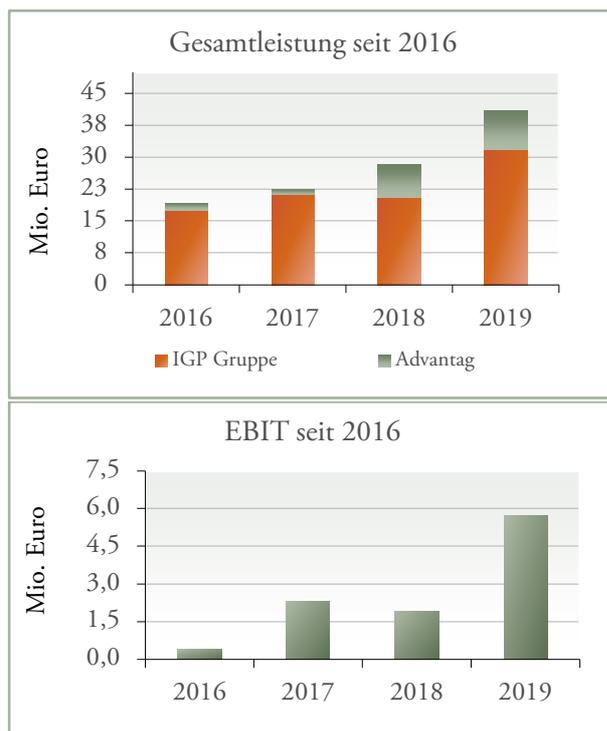
Stärkung der Kapitalmarktpräsenz

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 Erhöhung des Streubesitzes, um damit einen liquiden Handel in der Aktie zu ermöglichen.

Zahlen

Pro-forma-Zahlen mit hoher Dynamik

Da der Konzern in seiner aktuellen Form erst seit diesem Frühjahr besteht, gibt es keine geprüften konsolidierten Abschlüsse, mit denen sich die Entwicklung in den vergangenen Jahren 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

Umsatzsprung in 2018

Ein Teil des in der oberen Abbildung sichtbaren Wachstums der Gesamtleistung resultierte aus der Entwicklung der „alten“ Advantag AG, die ab 2018

eine deutliche Belebung ihrer Geschäftsaktivitäten erfahren hat. Als Folge der Reform des Europäischen Emissionshandels im Jahr 2017 hat sich die Zahl der von Advantag gehandelten Zertifikate in 2018 um 78 Prozent auf knapp 0,5 Mio. erhöht, während sich der Durchschnittspreis mehr als verdreifacht hat. Der Umsatz verbesserte sich infolgedessen um fast 500 Prozent auf 7,6 Mio. Euro. Auch im letzten Jahr legten sowohl die gehandelte Stückzahl als auch der Durchschnittspreis weiter zu und ermöglichten ein erneutes Umsatzwachstum um 19 Prozent auf 9,0 Mio. Euro.

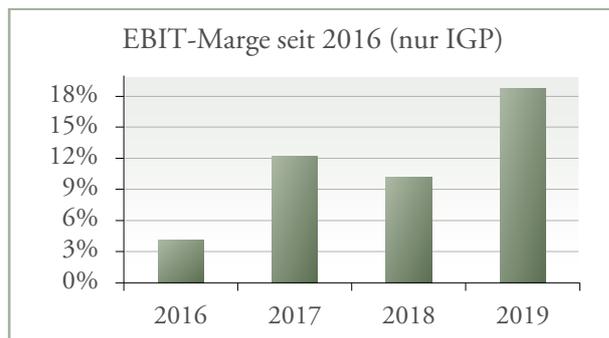
Sehr niedrige Rohmarge

Allerdings handelt es sich um extrem niedrigmarginige Umsätze. Nach Abzug des Materialaufwands verblieb im letzten Jahr ein Rohertrag von 73 Tsd. Euro in den Büchern, gleichbedeutend mit einer Rohmarge von 0,8 Prozent. Im Schnitt der letzten vier Jahre lag sie bei 1,1 Prozent. Nach Abzug des Personalaufwands, der Abschreibungen und der sonstigen Aufwendungen hat die „alte“ Advantag in den letzten Jahren deswegen durchgehend defizitär gearbeitet, das EBIT-Defizit im letzten Jahr betrug -0,3 Mio. Euro.

Hohe Profitabilität im Kerngeschäft

Ganz anders stellt sich hingegen die Profitabilitätssituation im Kerngeschäft dar. Hier betrug das Wachstum in den letzten vier Jahren kumuliert zwar „lediglich“ etwas mehr als 80 Prozent (auf ca. 32 Mio. Euro in 2019), doch aus der Differenz der Pro-forma-Zahlen und der Advantag-Abschlüsse lässt sich auf eine beachtliche Profitabilität schließen. Die EBIT-Marge war seit 2017 zweistellig und hat sich in der jüngsten Finanzperiode auf knapp 19 Prozent nahezu verdoppelt. Da letztes Jahr auch die Gesamtleistung sehr deutlich, um mehr als die Hälfte, auf rund 32 Mio. Euro gestiegen ist, hat sich das EBIT in absoluten Zahlen auf 5,7 Mio. Euro verdreifacht. Die hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik im letzten Jahr begründet

das Unternehmen auf Nachfrage mit mehreren großen Aufträgen, die abgerechnet werden konnten, darunter eine Teilabrechnung für den neuen Berliner Flughafen. Darüber hinaus sind letztes Jahr hohe Einmalerträge aus der Auflösung von Rückstellungen ins Ergebnis eingeflossen, durch welche die sonstigen betrieblichen Erträge um 2,4 Mio. Euro erhöht wurden. Doch auch ohne diesen Effekt hätte sich die EBIT-Marge auf immer noch beachtliche rund 12 Prozent belaufen.



Quelle: Grunddaten Unternehmen; eigene Berechnungen auf Basis der Gesamtleistung

Cashflow hinkt hinterher

Die hohe Dynamik von Gesamtleistung und EBIT in den Pro-forma-konsolidierten Zahlen hat der Cashflow in den letzten zwei Jahren nicht ganz nachvollzogen. Er war zwar sowohl 2018 als auch 2019 positiv, lag mit 0,7 bzw. 1,2 Mio. Euro aber unter dem jeweiligen Ergebnis. Diese Mittel nutzte IGP größtenteils für die Investitionen in die Softwareentwicklung bzw. in die Vorbereitung eigener Projekte, die sich in den beiden Jahren auf 0,5 bzw. 1,0 Mio. Euro summieren.

Halbjahresgesamtleistung bei 17 Mio. €

Den ersten konsolidierten Abschluss hat IGP Advantag für das erste Halbjahr 2020 vorgelegt. Der Konzernumsatz belief sich auf 9,7 Mio. Euro, zuzüglich der Bestandsveränderung von 7,5 Mio. Euro wurde eine Gesamtleistung von 17,2 Mio. Euro erzielt (Vorjahreswerte sind nicht vergleichbar). Hiervon entfielen (vor Konsolidierung) 13,4 Mio. Euro auf das Kerngeschäft Baudienstleistungen, 2,4 Mio. Euro auf die Projektentwicklung und 2,2 Mio. Euro auf den

Handel mit Emissionszertifikaten. Dieser ist im Vorjahresvergleich um die Hälfte zurückgegangen, weil die Corona-Krise zu einem zwischenzeitlichen Einbruch des Emissionspreises geführt hat und weil viele CO2-Emittenten ihre Käufe zurückgestellt haben, um die Liquidität zu schonen und den tatsächlichen Bedarf besser abschätzen zu können. Da die Zertifikate für ein Jahr bis April des Folgejahrs vorgelegt werden müssen, rechnet IGP Advantag damit, dass sich das Geschäft diesmal auf die letzten Wochen von 2020 und auf das erste Quartal 2021 konzentrieren wird.

Zweistellige EBITDA-Marge

Der Materialaufwand betrug 8,7 Mio. Euro, wovon knapp 2,2 Mio. Euro auf den Handel mit Emissionszertifikaten entfielen. Abseits dieses Geschäfts liegt die Materialeinsatzquote somit bei 43,5 Prozent, was den in der Baubranche üblichen Rückgriff auf zahlreiche Spezialisten und Subunternehmen widerspiegelt. Nach eigenen Angaben greift IGP Advantag auf einen großen Fundus aus rund 250 Mitarbeitern von Partnerunternehmen zurück, wobei sich die Partnerschaften teilweise auf mehr als 20 Jahre erstrecken. Durch den starken Rückgriff auf externe Kapazitäten kann IGP die Fixkosten im Personalbereich begrenzen, mit 5,1 Mio. Euro entsprach der Personalaufwand im ersten Halbjahr lediglich 30 Prozent der Gesamtleistung. Auch die sonstigen Aufwendungen spielen mit 1,5 Mio. Euro bzw. 3,8 Prozent nur eine untergeordnete Rolle. Insgesamt konnte IGP Advantag im ersten Halbjahr ein EBITDA von 2,1 Mio. Euro erwirtschaften, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Marge von 12 Prozent. Ein noch besseres Ergebnis wurde durch die Verzögerung der Teilschlussrechnung eines Projekts in der Nähe des Berliner Flughafens verhindert, aus der ein weiterer Ergebnisbeitrag von 1,2 Mio. Euro entstanden ist, der aber erst im zweiten Halbjahr in die GuV einfließen wird.

Goodwill-Abschreibungen belasten

Anders als das EBITDA, blieb das EBIT im ersten Halbjahr mit -1,2 Mio. Euro negativ. Zurückzuführen ist das auf die erstmaligen Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert, der aus der Einbringung der IGP-Gesellschaften entstanden war. Allerdings

wird sich der Einfluss dieser Abschreibungen im Gesamtjahr noch reduzieren, weil das Unternehmen beschlossen hat, die Abschreibungsdauer von den im Halbjahresabschluss zugrunde gelegten fünf Jahren nun auf die übliche Spanne von zehn Jahren anzupassen. Somit werden sich die Goodwill-Abschreibungen im Gesamtjahr auf den bereits zum Halbjahr angesetzten Wert von 3,1 Mio. Euro belaufen, auch in den nächsten Jahren bleibt die – nicht liquiditätswirksame – Ergebnisbelastung auf diesem Niveau. Bei einem vernachlässigbaren Finanzergebnis und einer Steuerbelastung in Höhe von 0,7 Mio. Euro lag das Nettohalbjahresergebnis bei -1,9 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	HJ 2020
Umsatz	9,66
Gesamtleistung	17,19
Rohertrag	8,48
<i>Rohmarge</i>	<i>49,3%</i>
EBITDA	2,05
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>12,0%</i>
EBIT	-1,20
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-7,0%</i>
Vorsteuerergebnis	-1,21
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>-7,0%</i>
Jahresüberschuss	-1,87
<i>Netto-Marge</i>	<i>-10,9%</i>

Quelle: Unternehmen; in Mio. Euro bzw. Prozent. Die Margenangaben beziehen sich auf die Gesamtleistung

Hohe Nettoliquidität

Eine Cashflow-Rechnung hat IGP Advantag für das erste Halbjahr noch nicht vorgelegt (will dies aber für zukünftige Abschlüsse tun). Aus der Halbjahresbilanz lässt sich jedoch eine komfortable Liquiditätsposition von 4,3 Mio. Euro ablesen, was bei nahezu vernachlässigbaren Finanzschulden von lediglich 0,3 Mio. Euro einer Nettoliquidität von 4,0 Mio. Euro oder 9,2 Prozent der Bilanzsumme entspricht.

Eigenkapitalquote über 70 Prozent

Sehr solide stellt sich auch die Eigenkapitalsituation dar. Das bilanzielle Eigenkapital betrug Ende Juni

31,3 Mio. Euro und machte damit 71,3 Prozent der Bilanzsumme aus. Zu verdanken ist dies insbesondere der Sachkapitalerhöhung im Frühjahr, in deren Rahmen als Gegenleistung für die Einbringung der IGP-Gesellschaften 26,8 Mio. Aktien zum Stückpreis von 1,21 Euro ausgegeben wurden. Eine weitere Kapitalerhöhung folgte im zweiten Halbjahr und hat sich deswegen noch nicht in der Bilanz zum 30. Juni niedergeschlagen. Hierbei wurde den Altaktionären die Möglichkeit geboten, neue Aktien zum selben Kurs zu zeichnen wie bei der Sachkapitalerhöhung. Insgesamt wurden hierbei knapp 220 Tsd. neue Aktien bezogen, woraus sich ein zusätzlicher Eigenkapitaleffekt von 266 Tsd. Euro ergibt. Die zweitgrößte Position auf der Passivseite der Bilanz sind die Rückstellungen, die sich zum Halbjahr auf 7,8 Mio. Euro beliefen. Davon entfielen 1,8 Mio. Euro auf die Steuerrückstellungen und 6,0 Mio. Euro auf sonstige Rückstellungen, bei denen es sich nach Unternehmensangaben insbesondere um ausstehende Rechnungen von Subunternehmen sowie um Tantiemen-Ansprüche gehandelt hat.

Aktiva vom Goodwill geprägt

Die Aktivseite der Bilanz ist hingegen eindeutig von dem Goodwill geprägt, der sich zum 30. Juni auf 28,1 Mio. Euro belief und damit fast zwei Drittel der Bilanzsumme von 43,9 Mio. Euro ausmachte. Das Sachanlagevermögen beträgt lediglich 0,4 Mio. Euro, die aktivierten eigenen Entwicklungsleistungen (die BIM-Software [überbau]) liegen mit 0,3 Mio. Euro noch darunter. Ein großes Volumen haben die unfertigen Leistungen mit 18,9 Mio. Euro, denen aber in der Bilanz aktivistisch abgegrenzte erhaltene Anzahlungen in Höhe von 17,5 Mio. Euro gegenüberstehen. Saldiert liegen die unfertigen Leistungen somit lediglich bei 1,5 Mio. Euro. Weitere 4,5 Mio. Euro entfallen auf geleistete Anzahlungen, während sich die Forderungen auf 3,7 Mio. Euro summieren. Hiervon entfallen wiederum knapp 0,9 Mio. Euro auf Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen, die sich gegen Objektgesellschaften im Besitz des Großaktionärs richten.

Stabiles Konzernergebnis angekündigt

Für das Gesamtjahr hat IGP keine konkrete Prognose veröffentlicht und begründet dies mit einem Verweis

auf die Unsicherheit im Zuge der Covid-19-Pandemie. Insgesamt geht das Unternehmen von einem leicht sinkenden Umsatz aus, während das Ergebnis stabil bleiben soll. Der Umsatzrückgang dürfte vor allem aus dem Handel mit Emissionszertifikaten resultieren, der bereits in der ersten Jahreshälfte deutlich zurückgegangen ist und in dem viele Marktteilnehmer bis ins erste Quartal 2021 warten könnten, um die von ihnen benötigten Zertifikate zu erwerben. Die für das Ergebnis ungleich wichtigeren Töchter IGP Ingenieur und IGP Projekt dürften sich hingegen in Summe zumindest stabil entwickeln. Für die Letztere plant das Management eine Gesamtleistung von rund 12 Mio. Euro, was nach unseren Berechnungen einer Verdopplung gleichkäme, das Vorsteuerergebnis wird auf dieser Basis bei 1,9 Mio. Euro erwartet. Für die größte Konzerneinheit IGP Ingenieur wird aktuell ein

Jahresüberschuss von etwa 2,2 Mio. Euro prognostiziert, der nach Unternehmensangaben aber auch höher ausfallen könnte, falls die Fertigstellung und Abrechnung einiger Aufträge noch in diesem Jahr gelingt. Explizit genannt wurde in diesem Zusammenhang der Berliner Flughafen. Da dieser Ende Oktober offiziell eröffnet wurde, dürfte diese Voraussetzung inzwischen erfüllt sein. Doch auch nach diesem Erfolg bleibt IGP an dem Flughafen beschäftigt, wenn auch in einem deutlich geringeren Ausmaß als bisher. Das Unternehmen ist nämlich für weitere vier Jahre mandatiert und soll dabei den weiteren Ausbau des Flughafens begleiten. Auch sonst blickt der Vorstand auf ein gutes Auftragspolster und sieht bis Ende 2021 eine mindestens stabile Geschäftsentwicklung als gesichert an.

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 zu 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. Das neueste und prominenteste Beispiel ist sicherlich der Berliner Flughafen, an dessen Fertigstellung im Oktober diesen Jahres das Unternehmen, das nach dem Ausscheiden des ursprünglich verantwortlichen Büros 2013 beauftragt wurde, maßgeblich beteiligt war.

Beeindruckende Referenzen

Der Berliner Flughafen ist aber bei weitem nicht das einzige Highlight in der Referenzenübersicht von IGP. So war das Unternehmen 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. Vor allem im letzten Jahr konnte die

Gesamtleistung um mehr als 50 Prozent gesteigert werden. Gleichzeitig bewegt sich die EBIT-Marge seit drei Jahren nach unseren Berechnungen im zweistelligen Bereich, 2019 erreichte sie fast 19 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 ausgeprägten 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 dürfte die Nachfrage in Teilbereichen, wie etwa Büros, Hotels und Industriebauten, zumindest vorübergehend abnehmen, doch für den Wohnungsbau und den öffentlichen Bereich wird weiterhin mit einer Fortsetzung der positiven Trends gerechnet.

Fokus auf aussichtsreiche Segmente

Im letztgenannten Bereich gilt das insbesondere für das Segment Bildung, wo vielerorts ein starker Nachholbedarf infolge der vorangegangenen unzureichenden Investitionen besteht, und für den Gesund-

heitssektor, dessen Immobilienbedarf von der demographischen Entwicklung determiniert wird. Auf diese beiden Bereiche legt IGP einen besonderen Schwerpunkt und sieht sich 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 ab 2021 beginnende CO₂-Bepreisung im Gebäudesektor 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 der Entwicklung eines energieautarken Bürokomplexes in Berlin unterstreicht, sieht der Vorstand in dieser Entwicklung einen wichtigen Vertriebsvorteil für sich.

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-Know-how 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 und das plangemäß 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

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.

Attraktives Projektportfolio

Bisher bietet IGP die Projektentwicklung ausschließlich als Dienstleistung an, deren Margen zwischen den baunahen Dienstleistungen und der Projektentwicklung auf eigene Rechnung liegt. Allerdings profitiert das Unternehmen auch hier von einer Erfolgsbeteiligung an der Wertsteigerung des zu entwickelnden Grundstücks. Besonders potenzialträchtig ist der Gesundheitscampus in Steinfurt, wo auf einem innerstädtischen Grundstück in den nächsten fünf Jahren 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, die deswegen das Projekt sowohl in der Frühphase (Projektentwicklung bis zur Baureife) als auch in der Bauphase komplett betreuen wird. Eine vergleichbare Konstellation wurde für das Greenovation-Projekt in Berlin gewählt, bei dem in den nächsten drei Jahren für 55 Mio. Euro ein CO₂-neutraler Büro-Wohn-Komplex in Holzhybrid-Bauweise gebaut werden soll. Ebenfalls als beauftragter Projektentwickler ist IGP für das Gewerbegebiet „The Walter“ am neuen Berliner Flughafen sowie bei der Umnutzung eines ehemaligen Hotels in ein innovatives Bürogebäude im Berliner Zentrum aktiv.

Wachstumsbeschleunigung durch Akquisitionen

In einem nächsten Schritt will IGP zukünftig die Projekte selbst akquirieren und auf eigene Rechnung entwickeln, um vollumfänglich von der damit erzielten Wertsteigerung profitieren zu können. Mit der eigenen Expertise für die Lösung von baurechtlich anspruchsvollen Situationen sieht sich das Unternehmen in eine sehr guten Lage, um aussichtsreiche Projekte zu identifizieren und erfolgreich zu entwickeln. Neben solchen Objektgesellschaften zielt IGP mit der geplanten Akquisitionsstrategie aber auch auf Unternehmen, mit denen das Leistungsspektrum inhaltlich (zum Beispiel für Fassadenplanung) und regional erweitert werden könnte.

Aktive Kapitalmarktstrategie

Zur Finanzierung des Akquisitionskurses will IGP stärker den Vorteil der eigenen Börsennotiz nutzen. Dafür soll die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt in Zukunft deutlich 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 der Einstieg in die Projektentwicklung auf eigene Rechnung in unserem Modell noch keinen Niederschlag gefunden hat. Da wir davon ausgehen, dass IGP auch dieses Geschäft wertsteigernd betreiben wird, sehen wir hierin in Relation zu unserem Modellergebnis somit ein weiteres Upside-Potenzial von erheblichem Ausmaß. Doch auch die Abschätzung der organischen Entwicklung stellt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt anspruchsvoll dar, weil der Konzern in seiner heutigen Form erst seit einigen Monaten besteht und es für ihn folglich noch keine geprüften, konsolidierten Abschlüsse gibt, aus denen genaue Erfahrungswerte über die GuV-, Cashflow- und Bilanzstruktur abgeleitet werden können. Der Halbjahresabschluss gibt zwar einen ersten Eindruck, bezieht sich aber wegen der Corona-Pandemie und des Lockdown auch auf einen mehr als außergewöhnlichen Zeitraum. Hinzu kommt, dass das Kerngeschäft von IGP ohnehin stark projektgetrieben und damit in Abhängigkeit vom Fortgang einzelner Projekte volatil ist. Wir haben vereinfachend ein linearisiertes Modell angenommen und nehmen damit in Kauf, dass die von uns unterstellten Werte in einzelnen Jahren die tatsächliche Entwicklung signifikant unter- oder überschätzen können. Mit dem wachsenden Erfahrungswissen über

den neu formierten Konzern dürfte die Genauigkeit der Schätzungen zukünftig zunehmen.

Stetiges Wachstum ab 2021

Für den diesjährigen Umsatz erwarten wir 37 Mio. Euro und eine Gesamtleistung von 38,5 Mio. Euro, was rund 2,5 Mio. Euro unter der letztjährigen proforma-Gesamtleistung liegen würde. Der Rückgang ist ausschließlich der Entwicklung im Emissionshandel geschuldet, der Corona-bedingt schon im ersten Halbjahr weit unter dem Vorjahr lag und sich nach Aussage des Unternehmens erst im ersten Quartal erholen dürfte. Demgegenüber erwarten wir im Kerngeschäft Dienstleistungen einen Anstieg auf 31 Mio. Euro, in dem sich vor allem die starke Dynamik mit Dienstleistungen für die Projektentwicklung widerspiegelt. Diese sollten auch nächstes Jahr stabilisierend auf den Dienstleistungsumsatz wirken, während das Geschäft mit der Betreuung von fortgeschrittenen Bauprojekten nach der Fertigstellung des Berliner Flughafens und der Corona-bedingten Zurückhaltung in Teilen des Wirtschaftsbaus 2021 eine schwächere Auslastung haben dürfte. Dass wir auf Konzernebene für das kommende Jahr dennoch mit einem deutlichen Umsatzwachstum auf 42,6 Mio. Euro rechnen, ist auf dem Emissionshandel und auf das Softwaregeschäft zurückzuführen. Für das Letztere erwarten wir einen sehr kräftigen positiven Effekt der in diesem Jahr eingeleiteten Vermarktung an Dritte und unterstellen eine Umsatzverdreifachung auf 1,9 Mio. Euro. Auch in den Folgejahren sehen wir hier die wachstumsstärkste Einheit des Konzerns, auch wenn die Dynamik aufgrund des Basiseffekts schrittweise zurückgeht. Einen sehr starken Anstieg erwarten wir

Erlösmodell (Mio. Euro)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Dienstleistungen	31,0	31,3	32,9	34,5	36,2	38,1	40,0	42,0
Software	0,6	1,9	2,8	4,1	5,7	7,7	10,0	12,5
Emissionshandel	5,4	9,4	10,4	11,4	12,6	13,8	15,2	16,7
Umsatz gesamt	37,0	42,6	46,1	50,0	54,5	59,6	65,2	71,2

Schätzungen SMC-Research

auch für den Emissionshandel in 2021, der gleichermaßen von den Nachholeffekten aus diesem Jahr und der Ausdehnung der CO₂-Bepreisung auf weitere Sektoren der Volkswirtschaft profitieren sollte. Auch in diesem Bereich rechnen wir für die darauffolgenden Jahre mit weiteren Umsatzsteigerungen. Insgesamt ergibt sich aus diesen Annahmen ein Anstieg des Konzernumsatzes auf 71 Mio. Euro im letzten Jahr des detaillierten Prognosezeitraums (2027).

Positive Umsatzmixeffekte

Aus der unterschiedlichen Wachstumsdynamik der einzelnen Erlösarten ergibt sich im Zeitablauf ein trendmäßiger Anstieg der Rohmarge, die vor allem von dem überdurchschnittlichem Wachstum des Softwaregeschäfts profitiert und von 43 Prozent im letzten Jahr (pro forma) auf knapp 53 Prozent im Jahr 2027 steigt. Auch für dieses Jahr rechnen wir schon mit einem signifikanten Anstieg infolge des deutlichen Rückgangs des Handelsgeschäfts, was aber durch dessen angenommene sprunghafte Erholung im nächsten Jahr teilweise wieder abgegeben wird. Durch die Ausweitung des Handelsanteils mit Endkunden sowie durch die große Zunahme der zertifikatepflichtigen Unternehmen rechnen wir für dieses Geschäft

mit einer Verbesserung der Marge, die aber mit dem unterstellten Zielwert von 2 Prozent (ab 2025) absolut immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau bleibt. Von konstanten Werten gehen wir hingegen für die Dienstleistungen und die Software aus und rechnen hier mit 55 respektive 90 Prozent. Im Dienstleistungsbereich haben wir uns dabei an den Werten aus 2019 und dem ersten Halbjahr 2020 orientiert und bewusst aus Vorsicht auf eine Margenverbesserung, die sich aus einem steigenden Anteil der Dienstleistungen für die Projektentwicklung ergeben sollte, verzichtet. Auch den Ansatz für das Softwaregeschäft halten wir in Anbetracht der sonst in der Softwarebranche erreichbaren Werte für konservativ.

Deutliche Skaleneffekte

Die trendmäßige Verbesserung der Konzernrohmarginen spiegelt sich auch in der EBITDA-Marge wider, für die wir für den Zeitraum 2020 bis 2027 einen Anstieg um 6,4 Prozentpunkte auf 21,6 Prozent unterstellen. Vor allem aber zeigt sich darin das unterstellte deutlich überdurchschnittliche Wachstum der beiden Bereiche Emissionshandel und Software, in denen wir deutliche Skaleneffekte im Hinblick auf das Personal und den sonstigen betrieblichen Aufwand erwarten.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	37,0	42,6	46,1	50,0	54,5	59,6	65,2	71,2
Umsatzwachstum		15,1%	8,1%	8,6%	9,0%	9,3%	9,4%	9,2%
EBIT-Marge	6,0%	5,6%	7,1%	8,7%	10,6%	12,6%	14,5%	16,3%
EBIT	2,2	2,4	3,3	4,4	5,8	7,5	9,5	11,6
Steuersatz	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	0,8	1,1	1,4	1,9	2,5	3,1	3,8
NOPAT	1,5	1,6	2,2	2,9	3,9	5,0	6,3	7,8
+ Abschreibungen & Amortisation	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7
+ 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	4,9	5,1	5,7	6,5	7,5	8,7	10,0	11,5
- Zunahme Net Working Capital	-5,3	-0,9	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
- Investitionen AV	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Free Cashflow	-1,0	3,7	5,0	5,7	6,6	7,6	8,9	10,2

Für den Dienstleistungsbereich haben wir hingegen lediglich geringe Produktivitätsfortschritte unterstellt, die wir vor allem in Größendegressionseffekten im Overheadbereich sehen.

Goodwill-Abschreibungen belasten

Auf der EBIT-Ebene korrespondiert dies mit einer Marge von 6 Prozent in diesem Jahr und 16,3 Prozent zum Ende des Prognosezeitraums. Der große Abstand zu der EBITDA-Marge ist vor allem auf die Goodwill-Abschreibung zurückzuführen, für die wir einen zehnjährigen Abschreibungszeitraum angenommen und 3,1 Mio. Euro pro Jahr angesetzt haben. Die Goodwill-Abschreibungen sind auch der wichtigste Grund, warum unsere EBIT-Schätzung für 2020 mit 2,2 Mio. Euro deutlich unter dem Pro-forma-Wert aus 2019 liegt. Darüber hinaus hat das letztjährige Ergebnis mit 2,4 Mio. Euro von der Auflösung von Rückstellungen profitiert, was sich nach Aussage des Unternehmens in diesem Jahr in diesem Umfang nicht wiederholen sollte. Bereinigt um diese beiden Effekte sehen wir deswegen ein verbessertes Ergebnis.

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 mittleren sechsstelligen Bereich bewegen und keine externe Finanzierung erfordern. Als größten Einzelposten haben wir die Investitionen in die Softwareentwicklung angenommen. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur 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. In Verbindung mit

den Goodwill-Abschreibungen, die zwei Jahre später auslaufen und für einen Anstieg der EBIT-Marge sorgen werden, halten wir diesen Ansatz für ausgesprochen konservativ. 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 langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 6,5 Prozent auf einen überdurchschnittlichen Wert (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). 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. Darüber hinaus wirkt der Konzern als Ganzes trotz des seit Jahrzehnten etablierten Kerngeschäfts aufgrund der erst kürzlich erfolgten Verschmelzung aus der Perspektive des Kapitalmarktes noch wie ein Newcomer, was erfahrungsgemäß in der Anfangsphase für eine höhere Volatilität sorgen kann. Aus diesen Überlegungen heraus taxieren wir den Betafaktor auf 1,5, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,8 Prozent ergibt. In Verbindung mit einem Zielfremdkapitalanteil von 30 Prozent resultiert daraus ein WACC-Wert von 8,3 Prozent.

Kursziel: 2,80 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,3 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in

Höhe von 77,4 Mio. Euro bzw. 2,79 Euro je Aktie, woraus wir das Kursziel von 2,80 Euro ableiten.

Erhöhtes Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Dieses sehen wir im vorliegenden Fall aus mehreren Gründen als 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 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. Schließlich ergibt sich auch zusätzliches Schätzrisiko aus der Tatsache, dass der Konzern in seiner heutigen Form erst dieses Jahr entstanden ist und dass die finale Konzernstruktur sogar erst in den nächsten Wochen erreicht sein wird. Insbesondere fußen unsere Annahmen dadurch auf einer relativ schmalen Datenbasis. Zum gegenwärtigen

Zeitpunkt sehen wir unsere Schätzungen deswegen als mit erhöhter Unsicherheit behaftet, was wir mit der Vergabe von fünf Punkten zum Ausdruck bringen.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,3%	3,61	3,40	3,23	3,08	2,95
7,8%	3,30	3,14	2,99	2,87	2,76
8,3%	3,05	2,91	2,79	2,69	2,59
8,8%	2,83	2,71	2,61	2,52	2,45
9,3%	2,64	2,54	2,46	2,38	2,31

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 2,31 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,3 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 3,61 Euro im optimistischsten Fall.

Fazit

Auch wenn es sich bei IGP Advantag um einen in der aktuellen Form noch sehr jungen Konzern handelt, ist das Unternehmen in seinem Kerngeschäft, der Erbringung von baunahen Dienstleistungen, seit Jahrzehnten etabliert und erfolgreich. In den letzten Jahren konnte IGP dort kräftiges Wachstum und zweistellige EBIT-Margen erreichen. In der neuen Form eines börsennotierten Konzerns soll diese Erfolgsgeschichte fortgeschrieben werden, wobei IGP mit den thematischen Schwerpunkten bei Gesundheits- und Bildungsimmobilien sowie mit der eigenen Expertise hinsichtlich der Energieeffizienz von Gebäuden punkten will.

Eine zentrale strategische Stoßrichtung liegt zudem in der Entwicklung von eigenen Immobilienprojekten und damit in einer teilweisen Abkehr von der ausschließlichen Fokussierung auf Dienstleistungen. Um diese strategische Erweiterung, mit der zusätzliches Margenpotenzial geschaffen und die Auslastung der Dienstleistungssparte verstetigt werden soll, zu forcieren, plant IGP Akquisitionen entsprechender Grundstücke bzw. Objektgesellschaften. Großes Potenzial verspricht auch das Geschäft mit der eigenen BIM-Software, die nach einer mehrjährigen Entwicklung und dem erfolgreichen Einsatz in zahlreichen eigenen Projekten seit diesem Jahr auch extern vertrieben wird. Im Erfolgsfall könnte hieraus ein breiter Strom an wiederkehrenden hochmargigen Einnahmen entstehen.

Wir sehen diese Pläne als erfolgsversprechend an und trauen dem Unternehmen zu, auch im Kerngeschäft

weiter dem Aufwärtstrend zu folgen. Das gilt ungeachtet der möglichen Abkühlung der Baukonjunktur infolge der Corona-Krise, weil wir davon ausgehen, dass sich die Schwerpunktlegung auf den weniger konjunktursensiblen öffentlichen Bau diesbezüglich positiv auswirken sollte. Auch verfügt das Unternehmen derzeit über einen ausreichenden Auftragsbestand.

Die Abbildung dieser positiven Erwartungen in unserem Modell resultiert in einem fairen Wert von 2,80 Euro je Aktie, wobei darin die Effekte des geplanten Einstiegs in die eigene Projektentwicklung noch nicht enthalten sind. Auf der anderen Seite sind unsere Schätzungen mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet, was teils struktureller Natur (projektabhängiges Kerngeschäft), vor allem aber der erst kürzlich geschaffenen aktuellen Konzernstruktur geschuldet ist. Darüber hinaus befindet sich das Softwaregeschäft, dem wir in unseren Schätzungen eine vergleichsweise große Bedeutung beimessen, noch in einer sehr frühen Phase.

Obwohl es sich bei IGP Advantag im Kerngeschäft um ein etabliertes Unternehmen mit sehr soliden Werten bezüglich der Wachstumshistorie, der Profitabilität, der Kontinuität im Management und der Bilanzsituation handelt, sehen wir deswegen aktuell noch ein spekulatives Momentum, sodass wir unsere Coverage mit dem Urteil „Speculative Buy“ beginnen. Das Kursziel lautet 2,80 Euro.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019*	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	1,9	30,2	27,3	24,2	21,2	18,2	15,1	12,1	9,1
1. Immat. VG	1,4	29,4	26,3	23,2	20,1	17,0	13,9	10,8	7,7
2. Sachanlagen	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
II. UV Summe	13,1	16,9	20,6	25,8	31,5	38,0	45,3	53,6	62,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	4,2	37,1	38,5	40,1	42,4	45,3	49,1	53,9	59,8
II. Rückstellungen	6,1	5,1	4,6	4,9	5,1	5,4	5,6	5,9	6,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2
BILANZSUMME	15,0	47,2	47,9	50,1	52,8	56,2	60,5	65,8	72,1

*IGP Ingenieur, IGP Projekt, Advantag AG

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	37,1	37,0	42,6	46,1	50,0	54,5	59,6	65,2	71,2
Gesamtleistung	37,9	38,5	44,3	47,9	52,0	56,7	62,0	67,8	74,1
Rohrertrag	15,9	19,2	20,7	22,6	24,9	27,5	30,6	33,9	37,6
EBITDA	5,8	5,6	5,9	6,8	8,0	9,4	11,2	13,1	15,4
EBIT	5,6	2,2	2,4	3,3	4,4	5,8	7,5	9,5	11,6
EBT	5,5	2,2	2,4	3,3	4,4	5,9	7,6	9,6	11,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,5	1,5	1,6	2,2	3,0	3,9	5,1	6,5	8,0
JÜ	3,5	1,5	1,6	2,2	3,0	3,9	5,1	6,5	8,0
EPS	0,13	0,05	0,06	0,08	0,11	0,14	0,18	0,23	0,29

*IGP Ingenieur, IGP Projekt, Advantag AG; Gesamtleistung 2019 ohne SBE

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-0,4	4,2	5,5	6,3	7,2	8,4	9,7	11,2
CF aus Investition	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
CF Finanzierung	0,3	-0,5	-0,5	-0,7	-1,0	-1,3	-1,7	-2,1
Liquidität Jahresanfa.	3,2	2,5	5,6	10,1	15,1	20,7	27,1	34,4
Liquidität Jahresende	2,5	5,6	10,1	15,1	20,7	27,1	34,4	42,7

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	-0,1%	15,1%	8,1%	8,6%	9,0%	9,3%	9,4%	9,2%
Rohermargemarge	51,7%	48,6%	49,1%	49,7%	50,4%	51,3%	52,1%	52,8%
EBITDA-Marge	15,2%	13,8%	14,8%	15,9%	17,2%	18,7%	20,2%	21,6%
EBIT-Marge	6,0%	5,6%	7,1%	8,7%	10,6%	12,6%	14,5%	16,3%
EBT-Marge	6,0%	5,6%	7,1%	8,8%	10,7%	12,8%	14,8%	16,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,0%	3,8%	4,8%	5,9%	7,2%	8,6%	9,9%	11,2%

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), 4)

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 11.12.2020 um 8:30 Uhr fertiggestellt und am 11.12.2020 um 8:40 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
keine			

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.