

25. August 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 2



Platz 1

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

IGP Advantag AG

Zahlen und Ausblick mit Licht und Schatten

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,42 € | Kursziel: 3,00 € (zuvor: 3,60 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Baudienstleistungen
Mitarbeiter:	ca. 380 (inkl. Partner)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWVR2
Ticker:	A62:GR
Kurs:	1,42 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	27,7 Mio. Stück
Market-Cap:	39,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	38,3 Mio. Euro
Free Float:	ca. 8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,40 / 1,36 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	2,8 Tsd. Euro / Tag

Mit dem Jahresabschluss für 2021 hat IGP Advantag die im April gemeldeten vorläufigen Zahlen revidieren müssen, so dass der EBITDA-Rückgang noch etwas kräftiger ausgefallen ist als zunächst gemeldet. Konkret wurde letztes Jahr ein EBITDA von 0,9 Mio. Euro erwirtschaftet – rund 83 Prozent weniger als 2020 und etwa die Hälfte dessen, was im April gemeldet wurde. Die neuerliche Anpassung begründet IGP damit, dass die im letzten Jahr übernommene BRH Generalplaner GmbH entgegen der ursprünglichen Planung nicht über zwölf, sondern nur über sechs Monate in den Konzernabschluss einbezogen wurde und dass einige zunächst als extern verbuchten Leistungen vom Wirtschaftsprüfer als konzernintern eingestuft wurden. Für 2022 strebt IGP aber wieder ein deutlich höheres EBITDA von 2,5 bis 4,0 Mio. Euro an. Basis dieser Planung ist die weiterhin gute Auftragsituation im Dienstleistungsgeschäft, mit der IGP von dem breiten Leistungsangebot und dem guten Renommee profitiert. Zukünftig soll zudem die Schwerpunktlegung auf nachhaltiges Bauen noch intensiviert und noch aktiver vermarktet werden, wobei ein besonders großes Potenzial im Bereich der energetischen Sanierung großer Bildungs- und Gesundheitsimmobilien gesehen wird.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	37,9	49,4	73,0	84,4	103,2	115,8
EBIT (Mio. Euro)	5,2	-1,7	0,1	2,4	5,8	7,4
Jahresüberschuss (Mio. Euro)	1,1	-2,4	-0,8	0,8	3,1	4,3
EpS (Euro)	0,04	-0,09	-0,03	0,03	0,11	0,15
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06	0,08
Umsatzwachstum	-	30,4%	47,9%	15,5%	22,4%	12,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	268,5%	37,0%
KUV	1,04	0,80	0,54	0,47	0,38	0,34
KGV	34,6	-	-	46,5	12,6	9,2
KCF	44,6	256,1	5,9	12,5	7,4	6,1
EV / EBIT	7,3	43,2	14,1	7,2	4,3	3,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	4,0%	5,4%

Vorläufige Zahlen revidiert

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts für 2021 musste IGP Advantag die bereits im April veröffentlichten vorläufigen Zahlen korrigieren, weil einerseits die im letzten Jahr übernommene BRH Generalplaner GmbH entgegen der ursprünglichen Planung nicht über zwölf, sondern nur über sechs Monate in den Konzernabschluss einbezogen wurde und weil andererseits andere, vorher als externer Umsatz verbuchte Leistungen vom Wirtschaftsprüfer als konzernintern eingestuft wurden. Der Umsatz wurde infolgedessen gegenüber dem vorläufigen Wert von rund 52,2 Mio. Euro auf 49,4 Mio. Euro korrigiert. Da aber gleichzeitig die Bestandsveränderungen aus noch nicht abgerechneten Projekten höher als ursprünglich gemeldet ausgefallen sind, beschränkte sich der Korrekturbedarf bei der Gesamtleistung auf lediglich 1,1 Mio. Euro (65,7 statt 66,8 Mio. Euro). Dies reichte aber, um sehr deutlich auf das Ergebnis durchzuschlagen. Wurden im April noch +1,7 Mio. Euro für das EBITDA und -1,0 Mio. Euro für das EBIT vorläufig gemeldet, sind die endgültigen Werte mit 0,9 resp. -1,7 Mio. Euro nun spürbar schlechter ausgefallen.

Geschäftszahlen	GJ 2020	GJ 2021	Änderung
Umsatz	37,85	49,35	+30,4%
Emissionshandel	6,17	34,49	+459,0%
Dienstleistungen	31,11	14,56	-53,2%
Gesamtleistung	39,11	65,70	+68,0%
EBITDA	5,24	0,89	-83,1%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>13,8%</i>	<i>1,8%</i>	
EBIT	2,88	-1,74	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>7,6%</i>	<i>-3,5%</i>	
EBT	2,90	-1,85	-
<i>Vorsteuer-Marge</i>	<i>7,7%</i>	<i>-3,8%</i>	
Nettoergebnis	1,14	-2,37	-
<i>Netto-Marge</i>	<i>3,0%</i>	<i>-4,8%</i>	
Free-Cashflow	0,58	-3,83	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Umsatzrückgang im Kerngeschäft

Der große Abstand zwischen Umsatz und Gesamtleistung resultiert aus einem hohen Volumen an erbrachten, aber noch nicht abgerechneten Leistungen, wodurch der Umsatzbeitrag des Kerngeschäfts um mehr als die Hälfte auf 14,6 Mio. Euro zurückgegangen ist. Bezogen auf den Konzernumsatz konnte dies durch das rasante Wachstum im Emissionshandel, dessen Umsatzbeitrag sich gegenüber dem schwachen Jahr 2020 um 460 Prozent auf 34,5 Mio. Euro vervielfachte, mehr als kompensiert werden, doch nicht ergebnisseitig. Da sich die Rohmarge im Zertifikatehandel nach unseren Berechnungen im letzten Jahr auf unter 1 Prozent reduziert hat, blieb der Ergebnisbeitrag dieser Umsatzexplosion sehr überschaubar und war nicht ausreichend, die fehlenden Deckungsbeiträge aus dem Geschäft mit Baudienstleistungen wettzumachen.

EBITDA deutlich niedriger

Dementsprechend musste IGP im letzten Jahr eine deutliche Ergebnisverschlechterung hinnehmen. Das EBITDA sank im Vorjahresvergleich um 83 Prozent auf 0,9 Mio. Euro, während das EBIT hauptsächlich aufgrund von planmäßigen Abschreibungen auf die Firmenwerte aus dem Reverse Takeover bzw. aus der Übernahme von BRH Generalplaner GmbH um 4,6 Mio. Euro auf -1,7 Mio. Euro abgerutscht ist. Bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanzergebnis (-0,1 Mio. Euro) ist das Vorsteuerergebnis fast identisch mit dem EBIT ausgefallen. Einen deutlich größeren Effekt hatten hingegen die Ertragssteuern, die sich trotz des negativen Vorsteuerergebnisses auf 0,5 Mio. Euro beliefen und zu einem Nettoverlust nach Steuern und Minderheiten in Höhe von -2,4 Mio. Euro führten, nach einem Überschuss von 1,1 Mio. Euro im Vorjahr. Ursächlich für diese hohe Steuerbelastung ist die fehlende Abzugsfähigkeit der Goodwill-Abschreibungen, wodurch das zu versteuernde Ergebnis um 2,3 Mio. Euro über dem berichteten Wert lag.

Personalaufwand reduziert

Die Ergebnisänderung war größtenteils auf die fehlenden Deckungsbeiträge aus dem Bereich Baudienstleistungen zurückzuführen, doch auch auf der Aufwands-

seite gab es einige belastende Einflussfaktoren. So hat es innerhalb des Materialaufwands, der vor allem aufgrund des massiv ausgeweiteten Handelsgeschäfts um 165 Prozent auf 49,5 Mio. Euro zugelegt hat, auch einen deutlichen Zuwachs des Aufwands für bezogene Leistungen gegeben (+20 Prozent auf 15,4 Mio. Euro). Dieser bildet den Rückgriff auf andere Anbieter im Rahmen der betreuten Bauprojekte ab, so dass sein Anstieg in Verbindung mit der leicht reduzierten Gesamtleistung im Kerngeschäft eine erhöhte Materialaufwandsquote bedeutet. Ebenfalls gestiegen sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich nicht zuletzt aufgrund von periodenfremden Aufwendungen (Zahlungsausfälle) in Höhe von knapp 0,5 Mio. Euro um 18 Prozent auf 6,2 Mio. Euro erhöhten. Demgegenüber ist der Personalaufwand im Vorjahresvergleich um 8 Prozent auf 9,1 Mio. Euro zurückgegangen, worin sich auch die leicht reduzierte durchschnittliche Mitarbeiterzahl (141 ggü. 147) widerspiegelt.

Free-Cashflow im Minus

Der Ergebnismrückgang hat sich auch im operativen Cashflow bemerkbar gemacht, der zwar positiv blieb, aber mit 0,2 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert (0,9 Mio. Euro) ausgefallen ist. Hinter dem Saldo stecken hohe negative Cash-Effekte aus dem Forderungs- und Vorratsaufbau (-3,5 Mio. Euro) sowie den Steuerzahlungen (-3,3 Mio. Euro), denen ein signifikanter Anstieg von Rückstellungen (+3,6 Mio. Euro) sowie ein Aufbau von Verbindlichkeiten (vor allem Anzahlungen) um 2,5 Mio. Euro gegenüberstanden. Wesentlich stärker fiel letztes Jahr der Mittelabfluss aus Investitionsaktivitäten aus, der sich vor allem wegen der BRH-Akquisition und dem Kauf des Projekts in Fürstenwalde von -0,3 auf -4,0 Mio. Euro erhöhte. Der Free-Cashflow, der 2020 noch mit 0,6 Mio. Euro positiv ausgefallen war, rutschte in Summe dessen mit -3,8 Mio. Euro nun klar in den negativen Bereich. Finanziert wurde dies aus der verfügbaren Liquidität, die sich 2021 von 4,5 auf 3,6 Mio. Euro reduzierte, sowie durch die Aufnahme eines Gesellschafterdarlehens im Volumen von 2,0 Mio. Euro.

Hohe Eigenkapitalquote

Durch den Verlust hat sich das Eigenkapital im letzten Jahr um 7 Prozent auf 31,3 Mio. Euro reduziert, stellt damit aber immer noch mehr als die Hälfte (50,7 Prozent) der Bilanzsumme dar. Diese hat sich 2021 hingegen um 39 Prozent auf 61,8 Mio. Euro deutlich erhöht, wofür vor allem die BRH-Akquisition, der starke Aufbau des Bestandes an unfertigen Leistungen und die Zunahme der Forderungen verantwortlich waren. Die größte Position auf der Vermögensseite ist weiterhin der Firmenwert, der sich wegen der BRH-Übernahme trotz der planmäßigen Abschreibungen um 18 Prozent auf 33,9 Mio. Euro bzw. 55 Prozent der Bilanzsumme erhöht hat. Dahinter folgen die unfertigen Leistungen, die sich – nach Saldierung mit erhaltenen Anzahlungen – auf über 13 Mio. Euro belaufen (brutto summierten sich die unfertigen Leistungen zum Jahreswechsel auf 34,5 Mio. Euro). Auf der Passivseite der Bilanz stellen weitere Anzahlungen mit 9,6 Mio. Euro die nach dem Eigenkapital größte Position dar, gefolgt von sonstigen Verbindlichkeiten in Höhe von 7,2 Mio. Euro (die Hälfte davon aus Steuern) und von Rückstellungen in Höhe von 5,8 Mio. Euro. Bankverbindlichkeiten hat IGP keine, allerdings bestehen Darlehensverbindlichkeiten in Höhe von 2 Mio. Euro gegenüber Gesellschaftern.

Ergebnisverbesserung angekündigt

Nach dem ergebnisseitig enttäuschenden Geschäftsjahr 2021 strebt IGP für das laufendes Jahr wieder ein deutlich verbessertes EBITDA von 2,5 bis 4,0 Mio. Euro an. Basis dieser Prognose ist die Erwartung einer Gesamtleistung, die zwischen 65 und 70 Mio. Euro liegen soll. Die Bandbreite des Korridors begründet das Unternehmen mit der erhöhten gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und deren Folgen für die Bauaktivitäten, zusätzlich verweist IGP auf die noch nicht absehbaren Auswirkungen einer möglichen Gasmanngelage auf den Zertifikatehandel.

Gute Auftragsituation

Die geplante deutliche Ergebnisverbesserung soll vor allem durch einen höheren Umsatzbeitrag aus dem Dienstleistungsgeschäft ermöglicht werden. Dazu zählt die Fertigstellung des Umbaus eines Berliner

Hotels in eine Klinik für Kinder- und Jugendpsychiatrie, deren um ein Dreivierteljahr verzögerte Baugenehmigung maßgeblich für die fehlenden Umsätze im letzten Jahr verantwortlich gewesen ist. Mit weiteren Meilensteinzahlungen kalkuliert IGP auch aus dem größten Projekt, dem Gesundheits-Campus in Steinfurt. Die massiv gestiegenen Preise erfordern dort zwar teilweise eine angepasste Planung, doch dank der IGP-nahen Auftraggeberstruktur kann das Unternehmen seine Leistungen hier kontinuierlich abrechnen. Von ähnlichen Verzögerungen infolge der massiv gestiegenen Baupreise berichtet IGP auch vom zweiten Leuchtturmprojekt, der Errichtung eines CO₂-neutralen Büro-Wohn-Komplexes in Holzhybrid-Bauweise in Berlin. Demgegenüber zeigt sich das Management mit den Fortschritten beim ersten konzern-eigenen Entwicklungsprojekt, dem geplanten Bau eines Bildungs- und Gesundheitscampus in Fürstenwalde, zufrieden und stellt eine mögliche Teilrealisierung der Entwicklungsmarge schon in diesem Jahr in Aussicht. Presseberichten zufolge wurden dort kürzlich in einer Sitzung städtischer Gremien die Machbarkeitsstudien mehrerer Architektenbüro vorgestellt und ein Gewinnerkonzept ausgewählt, auf dessen Basis die weitere Planung erfolgen soll. Darüber hinaus berichtet das Unternehmen von einem lebhaften Auftragseingang und von einer vielversprechenden Pipeline für weitere Beauftragungen, unter anderem im Leipziger Raum (Flughafen, BMW), in Bremen (Überseestadt) und in Baden-Württemberg. Bereits erfolgt ist der Zuschlag unter anderem für die Projektsteuerung für den Bau des Deutschen Herzzentrums der Charité in Berlin, für drei große Teillöse eines großen Bauvorhabens im Zentrum Frankfurts sowie für den Ausbau dreier Strandvillen auf Sylt.

Nachhaltigkeitskompetenz als Trumpf

Noch keine definitiven Abschlüsse konnte IGP hingegen für das neue Konzept zur energetischen Sanierung

von Bestandsgebäuden von großen Bildungs- und Gesundheitsimmobilien vermelden, was sich allerdings in den nächsten Wochen ändern dürfte. Denn IGP adressiert mit dem Konzept, in dessen Rahmen die energetische Sanierung in Richtung einer CO₂-Neutralität ausschließlich aus den zu erwartenden Ersparnissen an Energiekosten (inkl. der Kosten für CO₂-Zertifikate) getragen wird und damit für den Auftraggeber defacto zum Nulltarif erfolgen soll, einen Bereich, der unter einem absehbar massiven Handlungsdruck steht, der durch die Verwerfungen infolge des Ukraine-Krieges noch an Brisanz und Dringlichkeit gewonnen hat. Wir sehen in diesem Konzept, das IGP in den letzten Wochen weiter ausgefeilt und ergänzt hat, eine große Chance auf zahlreiche große und lukrative Aufträge.

Schätzungen deutlich modifiziert

Wir haben die Veröffentlichung des Geschäftsberichts zum Anlass genommen, unsere Schätzungen deutlich zu überarbeiten und damit sowohl die unter unseren Erwartungen ausgefallenen Zahlen für 2021 als auch das deutlich anspruchsvoller gewordene Umfeld und die hieraus resultierenden Verzögerungen bei wichtigen Projekten zu berücksichtigen. Grundsätzlich sehen wir IGP weiterhin sehr attraktiv aufgestellt und trauen dem Unternehmen vor allem dank der Schwerpunktlegung auf Projekte in nachhaltiger Bauweise zu, in Zukunft deutlich zu wachsen und den Gewinn überproportional zu erhöhen. Das Expansionstempo haben wir aber aus Vorsicht nun etwas konservativer formuliert. Wie schon bisher, stellen unsere Schätzungen nur eine grobe Annäherung an die tatsächliche Entwicklung dar, die in dem stark von einzelnen Projekten geprägten Geschäft immer wieder eine starke stichtagsbezogene Abhängigkeit vom Abschluss oder Verkauf einzelner Projekte oder Projektteile aufweist.

Erlösmodell (Mio. Euro)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Dienstleistungen	45,7	43,4	58,1	66,0	74,3	81,7	87,8	92,2
Software	0,3	0,4	0,6	0,8	1,1	1,3	1,6	1,9
Emissionshandel	27,0	40,5	44,6	49,0	53,9	59,3	65,2	71,7
Umsatz gesamt	73,0	84,4	103,2	115,8	129,3	142,4	154,7	165,9

Schätzungen SMC-Research

Gesamtleistung reduziert

Konkret haben wir die für dieses Jahr unterstellte Gesamtleistung von zuvor 76 auf 68 Mio. Euro reduziert, womit wir uns nun in der Mitte der vom Unternehmen formulierten Prognose bewegen. Auch den Umsatz für 2022 erwarten wir nun etwas tiefer als bisher (73,0 Mio. Euro statt 75,3 Mio. Euro), hier fiel die Reduktion aber deutlich geringer aus, weil wir davon ausgehen, dass die Erlöse von dem starken Überhang an unfertigen Leistungen aus 2021 profitieren dürften. Dafür hat sich die Berücksichtigung möglicher Projektverzögerungen in einer fest gedrittelten Wachstumsrate für 2023 niedergeschlagen, die wir nun statt bei 42 Prozent lediglich auf 16 Prozent taxieren. Auch das Wachstum in 2024 liegt nun auf einem niedrigeren Niveau, während wir anschließend das Tempo wegen der niedrigeren Basis angehoben haben. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 rechnen wir nun mit einem Zielumsatz von 166 Mio. Euro, fast 40 Mio. Euro weniger als bisher. Der größte Teil der Reduktion der Umsatzreihe betrifft den Zertifikatehandel. Diesbezüglich verweist das Unternehmen auf mehrere entgegengesetzte Einflussfaktoren, die derzeit auf die Nachfrage nach CO₂-Nachfrage einwirken, was dazu führen könnte,

dass viele Marktteilnehmer wegen der Unsicherheit ihren Einkauf möglichst lange hinauszögern könnten. Mittel- und langfristig könnte das hohe Preisniveau für Gas zu einem beschleunigten Wechsel auf alternative Energieformen führen und die Nachfrage nach Emissionszertifikaten dämpfen. In den reduzierten Umsätzen ebenfalls berücksichtigt ist der vorsichtiger Ansatz der externen Umsätze mit der BIM-Software [überbau], die entgegen unseren bisherigen Erwartungen noch kein signifikantes Niveau erreicht haben. Hier zeichnet sich ab, dass eine deutlich höhere Wachstumsdynamik zusätzliche Vertriebsressourcen und möglicherweise die Einbindung strategischer Partner erfordern könnte.

Zielmarge umsatzmixbedingt höher

Demgegenüber ist der Zielumsatz der Baudienstleistungen in etwa auf dem bisherigen Niveau geblieben, wofür nun aber im stärkeren Ausmaß auch Preisefekte verantwortlich sind. Gleichwohl haben wir vor allem für 2022 und die nächsten zwei Jahre angenommen, dass IGP auch deutliche Abstriche an der Marge hinnehmen muss und dementsprechend die unterstellte Profitabilität im Kerngeschäft deutlich vorsichtiger modelliert. Aus Konzernsicht überwiegt jedoch

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	73,0	84,4	103,2	115,8	129,3	142,4	154,7	165,9
Umsatzwachstum		15,5%	22,4%	12,2%	11,6%	10,1%	8,7%	7,3%
EBIT-Marge	0,2%	2,8%	5,6%	6,4%	7,2%	7,9%	8,5%	8,7%
EBIT	0,1	2,4	5,8	7,4	9,3	11,2	13,1	14,4
Steuersatz	-	64,8%	46,2%	43,2%	41,1%	39,7%	38,7%	38,2%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	1,5	2,7	3,2	3,8	4,5	5,1	5,5
NOPAT	-0,6	0,8	3,1	4,2	5,5	6,8	8,0	8,9
+ Abschreibungen & Amortisation	2,6	2,9	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	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	2,0	3,8	6,1	7,4	8,8	10,2	11,6	12,5
- Zunahme Net Working Capital	4,8	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7
- Investitionen AV	-4,9	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6
Free Cashflow	1,9	1,3	3,3	4,2	5,3	6,4	7,5	8,2

SMC Schätzmodell

der Umsatzmixeffekt des deutlich reduzierten Anteils der Handelserlöse, so dass sich unsere Ziel-EBIT-Marge, die wir bisher auf 8,1 Prozent taxiert hatten, liegt nun auf 8,7 Prozent erhöht hat.

2022 bleibt im Minus

Für das laufende Jahr rechnen wir sogar nur mit einer schwarzen Null beim EBIT und mit einem Jahresfehlbetrag in Höhe von -0,8 Mio. Euro, der vor allem auf die Goodwill-Abschreibungen und deren fehlende steuerliche Absetzbarkeit zurückzuführen ist. Für das EBITDA erwarten wir nun 2,7 Mio. Euro und damit einen Wert am unteren Ende der Management-Prognose. Gegenüber 2021 stellt dies fast eine Verdreifachung dar, gegenüber der bisherigen Schätzung haben wir unsere Erwartung aber mehr als halbiert. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle unten, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GU und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums und auf dieser Basis mit einer „ewigen“ Wachstumsrate von 1 Prozent.

Zinsniveau angepasst

Eine Änderung hat es auch bei den Rahmendaten des Modells gegeben. Wegen des Zinsanstiegs an den Märkten passen wir den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) von 1,0 auf 1,5 Prozent an. In Kombi-

nation mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,5) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,2 Prozent. Im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise haben wir auch den FK-Zins um 0,5 Prozentpunkte auf 4,5 Prozent angehoben. Gleichzeitig hat sich durch die veränderten Schätzungen die Zielkapitalstruktur in Richtung FK verschoben, dessen Anteil wir deswegen von zuvor 25 auf 30 Prozent angehoben haben. In Verbindung mit einem unveränderten Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent resultiert daraus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 8,0 Prozent (bisher: 7,9 Prozent).

Kursziel: 3,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,0 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 82,3 Mio. Euro bzw. 2,97 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die deutliche Reduktion gegenüber dem letzten Update (3,60 Euro) ist vor allem auf die reduzierten Umsatz- und Gewinnreihen und im kleineren Umfang auf den erhöhten WACC-Satz zurückzuführen. Unverändert stufen wir das Schätzrisiko ein und bewerten es weiterhin als leicht überdurchschnittlich, was wir mit der Vergabe von vier Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck bringen.

Fazit

IGP sind im letzten Geschäftsjahr mehrere wichtige Fortschritte wie die Übernahme von BRH, die Akquise großer Aufträge und der Einstieg in die eigene Projektentwicklung gelungen, doch umsatz- und ergebnisseitig ist 2021 enttäuschend ausgefallen. Nachdem das Unternehmen bereits im April mit der Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen mit Verweis auf Verzögerungen bei den kundenseitigen Projektannahmen und bei der Erteilung von Baugenehmigungen durch die Behörden von einem EBITDA deutlich unter dem Vorjahr und unter den Erwartungen berichten musste, haben sich durch weitere Anpassungen im Zuge der Abschlussprüfungen letztlich auch die vorläufigen Ergebniswerte als zu hoch erwiesen. Am Ende musste IGP im letzten Jahr einen EBITDA-Rückgang von 5,2 auf 0,9 Mio. Euro und ein Abrutschen des Nettoergebnisses in die roten Zahlen hinnehmen.

Für uns enttäuschend ist auch die Prognose für das laufende Jahr ausgefallen, die zwar eine deutliche Erholung des EBITDA auf 2,5 bis 4,0 Mio. Euro in Aussicht stellt, damit aber klar unter unserer bisherigen Schätzung von 5,9 Mio. Euro liegt. Das Unternehmen berichtet zwar von einer weiter lebhaften Nachfrage und von einer guten Auftragsituation, räumt aber erstmals auch größere Verzögerungen bei den eigenen Leuchtturmprojekten in Steinfurt und in Berlin ein. Der Vorstand begründet diese mit den massiv gestiegenen Baupreisen, die teilweise eine Neuplanung erfordern. Damit scheint sich die Lage in den letzten Monaten im Gleichschritt mit der eingetrübten Bran-

chenstimmung spürbar verschlechtert zu haben, noch im April zeigte sich IGP mit dem Fortgang der Projekte nämlich sehr zufrieden.

Uneingeschränkt zufrieden ist das Unternehmen derzeit mit der Entwicklung des ersten eigenen Projekts in Fürstenwalde, wo bei einem weiter planmäßigen Fortgang schon dieses Jahr eine erste Teilrealisierung der bisher erbrachten Planungsleistungen anstehen könnte. Ebenso sehr zuversichtlich zeigt sich das Unternehmen bezüglich der weiteren Nachfrageentwicklung im Bereich von CO₂-neutralen Gesundheits- und Bildungsimmobilien und will diese Spezialisierung mit einem eigens dafür konzipierten Dienstleistungsprodukt noch weiter forcieren.

Wir teilen die Zuversicht von IGP und sehen das Unternehmen sehr gut positioniert, um in Zukunft dynamisch und profitabel zu wachsen. Dies spiegelt sich in dem von uns verwendeten Schätzszenario wider, das von trendmäßig deutlich steigenden Erträgen ausgeht. Allerdings haben wir auf die jüngsten Meldungen und auf das schwierige Branchenumfeld reagiert und unsere Schätzungen für 2022 und die Folgejahre teils deutlich abgesenkt.

Der aus unserem Modell resultierende faire Wert ist deswegen spürbar gesunken, liegt mit 3,00 Euro aber weiterhin sehr deutlich über dem aktuellen Kurs. Wir bestätigen deswegen das Urteil „Buy“.

Anhang I: 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.
- Komfortable Eigenkapitalquote und Abwesenheit von Bankschulden.

Chancen

- In den adressierten Marktsegmenten Gesundheit und Bildung ist wegen des bestehenden Investitionsrückstands bzw. der demographischen Entwicklung ein großer Baubedarf erkennbar.
- Durch den Energiepreisschock infolge des Ukraine-Kriegs könnte IGP die eigene Expertise beim nachhaltigen Bauen noch stärker ausspielen.
- Der Zertifikatehandel dürfte sein starkes Wachstum fortsetzen und damit zunehmend positiv zum Ergebnis beitragen.
- Der vollzogene Einstieg in die Entwicklung eigener Immobilienprojekte verspricht deutlich höhere Margen und kann für eine zusätzliche Auslastung im Dienstleistungsbereich sorgen.
- Die BIM-Software bietet großes Potenzial für marginstarke und wiederkehrende Erlöse.

Schwächen

- Die Geschäftsentwicklung kann von einzelnen Aufträgen und deren zeitlichen Verlauf stark beeinflusst werden, was für eine erhöhte Volatilität der Erträge sorgen kann.
- Im letzten Geschäftsjahr führten Verzögerungen bei mehreren Projekten zu einem deutlichen Gewinnrückgang.
- Das Handelsgeschäft mit CO2-Zertifikaten ist margenarm.
- Der mit Abstand größte Bilanzposten ist der Goodwill, dessen planmäßige Abschreibung die Ergebnisentwicklung noch auf Jahre belasten wird.
- Der geringe Freefloat und die niedrige Handelsliquidität schränken die Attraktivität der Aktie für größere Investoren noch ein.

Risiken

- Durch den geplanten Ausbau des eigenen Projektgeschäfts nimmt IGP auch die üblichen Projektrisiken in Kauf, darüber hinaus dürfte hierdurch die Volatilität der Erträge zunehmen.
- Der Ukraine-Krieg könnte die Lieferengpässe verschärfen und die Zeitpläne und die Kalkulation der Projekte weiter belasten. Auch sind nachteilige Auswirkungen auf die Beauftragungsbereitschaft für neue Projekte möglich.
- Das Softwaregeschäft hat noch nicht die kritische Größe überschritten und erfordert weiterhin hohe Vorleistungen für die Weiterentwicklung.
- In älteren Projekten fungiert der Großaktionär teilweise auch als Auftraggeber, woraus sich Interessenkonflikte ergeben könnten
- Der geplante Akquisitionskurs birgt Fehleinschätzungs-, Preis- und Integrationsrisiken.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	36,0	37,6	36,5	35,4	34,3	33,3	32,2	31,2	30,1
1. Immat. VG	34,3	34,1	31,8	29,5	27,2	24,9	22,6	20,2	17,9
2. Sachanlagen	0,4	1,4	1,7	2,0	2,4	2,7	3,0	3,4	3,7
II. UV Summe	25,7	23,9	26,5	30,1	33,5	38,8	44,7	51,2	58,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	31,3	30,6	31,4	34,2	37,0	40,4	44,5	49,3	54,2
II. Rückstellungen	5,8	6,0	6,3	6,5	6,8	7,1	7,3	7,6	7,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
2. Kurzfristiges FK	24,3	24,6	24,9	24,4	23,8	24,3	24,8	25,3	25,8
BILANZSUMME	61,8	61,6	63,1	65,6	68,0	72,2	77,0	82,5	88,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	49,4	73,0	84,4	103,2	115,8	129,3	142,4	154,7	165,9
Gesamtleistung	64,7	68,0	84,4	104,2	116,9	130,4	143,5	155,8	167,1
Rohertrag	15,1	21,9	20,7	28,6	32,5	36,6	40,3	43,4	45,8
EBITDA	0,9	2,7	5,3	8,8	10,6	12,6	14,6	16,7	18,0
EBIT	-1,7	0,1	2,4	5,8	7,4	9,3	11,2	13,1	14,4
EBT	-1,9	0,0	2,4	5,8	7,5	9,5	11,4	13,4	14,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,4	-0,8	0,8	3,1	4,3	5,6	6,9	8,2	9,1
JÜ	-2,4	-0,8	0,8	3,1	4,3	5,6	6,9	8,2	9,1
EPS (Euro)	-0,09	-0,03	0,03	0,11	0,15	0,20	0,25	0,30	0,33

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	0,2	6,6	3,1	5,3	6,4	7,7	8,9	10,2	11,0
CF aus Investition	-4,0	-4,9	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6
CF Finanzierung	2,1	0,0	0,0	-1,3	-2,6	-2,1	-2,8	-3,5	-4,1
Liquidität Jahresanfa.	4,5	3,6	5,4	6,7	8,7	10,5	13,8	17,5	21,8
Liquidität Jahresende	3,6	5,4	6,7	8,7	10,5	13,8	17,5	21,8	26,1

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	30,4%	47,9%	15,5%	22,4%	12,2%	11,6%	10,1%	8,7%	7,3%
Rohertragsmarge	30,6%	30,0%	24,6%	27,7%	28,0%	28,3%	28,3%	28,1%	27,6%
EBITDA-Marge	1,8%	3,7%	6,3%	8,5%	9,2%	9,8%	10,3%	10,8%	10,9%
EBIT-Marge	-3,5%	0,2%	2,8%	5,6%	6,4%	7,2%	7,9%	8,5%	8,7%
EBT-Marge	-3,8%	0,0%	2,9%	5,6%	6,5%	7,3%	8,0%	8,6%	8,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-4,8%	-1,1%	1,0%	3,0%	3,7%	4,3%	4,8%	5,3%	5,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	4,01	3,74	3,51	3,32	3,15
7,5%	3,63	3,41	3,22	3,06	2,92
8,0%	3,30	3,12	2,97	2,83	2,72
8,5%	3,03	2,88	2,75	2,64	2,54
9,0%	2,79	2,67	2,56	2,46	2,38

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 25.08.2022 um 9:15 Uhr fertiggestellt und am 25.08.2022 um 9:30 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
14.04.2022	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
30.11.2021	Buy	3,90 Euro	1), 3)
06.10.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
06.07.2021	Buy	3,60 Euro	1), 3)
27.04.2021	Speculative Buy	3,20 Euro	1), 3),
11.12.2020	Speculative Buy	2,80 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Research-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.