

25. Oktober 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



Europe  
Industrials  
(2018)



German  
Software & IT  
(2018)



German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# IGP Advantag AG

Auftragslage und Marktinteresse weiter  
überzeugend

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,26 € | Kursziel: 3,00 € (unverändert)

**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

<b>Sitz:</b>	Berlin
<b>Branche:</b>	Baudienstleistungen
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 350 (inkl. Partner)
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWVR2
<b>Ticker:</b>	A62:GR
<b>Kurs:</b>	1,26 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Primärmarkt D-dorf
<b>Aktienanzahl:</b>	27,7 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	34,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	43,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	2,26 / 0,99 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12M):</b>	2,1 Tsd. Euro / Tag

IGP Advantag hat im ersten Halbjahr eine nahezu stabile Gesamtleistung von 24,4 Mio. Euro erwirtschaftet, wobei der Beitrag des Kerngeschäfts baunahe Dienstleistungen um 10 Prozent auf 14,7 Mio. Euro ausgeweitet werden konnte. Umsatzseitig musste hingegen ein Rückgang hingenommen werden, weil ein Teil der erbrachten Leistungen noch nicht fakturiert werden konnte und zu einem deutlich erhöhten Bestand an unfertigen Leistungen führte. Das Ergebnis hat IGP trotzdem deutlich verbessert: das EBITDA wurde um 87 Prozent auf 1,9 Mio. Euro erhöht, das EBIT, das EBT und das Nettoergebnis drehten wieder ins Plus. Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen und der Erwartung weiterer Meilensteine in mehreren Projekten im Verlauf des zweiten Halbjahrs hat IGP die Prognose für das Gesamtjahr 2022 bestätigt. Diese lautet unverändert auf eine Gesamtleistung zwischen 65 und 70 Mio. Euro und ein EBITDA von 2,5 bis 4,0 Mio. Euro. Auch die weiteren Perspektiven scheinen trotz der schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage vielversprechend. So konnte IGP mehrere Großaufträge akquirieren, darüber hinaus stößt das Unternehmen mit seinem neuen Konzept für die energetische Sanierung bestehender Gebäude nach eigenen Angaben auf ein sehr großes Interesse.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	37,9	49,4	72,7	84,2	103,1	115,6
EBIT (Mio. Euro)	5,2	-1,7	0,5	2,6	6,0	7,7
Jahresüberschuss (Mio. Euro)	1,1	-2,4	-0,5	0,8	3,2	4,4
EpS (Euro)	0,04	-0,09	-0,02	0,03	0,12	0,16
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06	0,08
Umsatzwachstum	-	30,4%	47,3%	15,8%	22,4%	12,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	280,7%	36,7%
KUV	0,92	0,71	0,48	0,41	0,34	0,30
KGV	30,7	-	-	41,3	10,9	7,9
KCF	39,6	227,2	17,9	5,7	5,9	5,3
EV / EBIT	8,3	49,2	14,3	7,9	4,8	4,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	4,6%	6,3%

## Stabile Gesamtleistung

IGP hat im ersten Halbjahr 2022 einen Umsatzrückgang um 27 Prozent auf 13,6 Mio. Euro hinnehmen müssen, von dem sowohl das Kerngeschäft baunahe Dienstleistungen als auch der Handel mit CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten betroffen waren. Im letztgenannten Bereich wirkten sich die zwischenzeitlichen Preisverwerfungen und die Zurückhaltung der Marktakteure infolge der russischen Aggression in der Ukraine dämpfend aus, weswegen sein Umsatzbeitrag um 16 Prozent auf 9,7 Mio. Euro zurückging. Im Kerngeschäft baunahe Dienstleistungen war IGP hingegen, wie schon im Vorjahr, von vielfältigen Verzögerungen wie etwa coronabedingten Personalausfällen im eigenen Team, bei Behörden, Kunden und Partnern, längeren Entscheidungsprozessen und Ähnlichem betroffen, wodurch bestimmte Meilensteine, welche die Umsatzwirksamkeit der erbrachten Leistungen auslösen (z.B. Baugenehmigungen, Abschluss von Mietverträgen), nicht rechtzeitig erreicht werden konnten. Diese Diskrepanz zwischen den erbrachten und den fakturierten Leistungen hat sich in einer im Vorjahresvergleich fast verdoppelten positiven Bestandsveränderung in Höhe von 10,8 Mio. Euro nieder geschlagen, die zusammen mit dem Umsatz und den sonstigen betrieblichen Erträge (0,3 Mio. Euro) zu einer stabilen Gesamtleistung von 24,7 Mio. Euro führte, nach 24,9 Mio. Euro im Vorjahr.

## Rohertrag stark verbessert

Allerdings hat sich im Vorjahresvergleich die Zusammensetzung der Gesamtleistung zugunsten des marginstärkeren Kerngeschäfts verschoben, dessen Beitrag dank dem Konsolidierungseffekt aus der BRH-Akquisition Mitte 2021 um 1,4 Mio. Euro bzw. 10 Prozent auf 14,7 Mio. Euro zugenommen hat. Darüber hinaus ist der Materialaufwand nicht nur im Zertifikatehandel (hier sogar überdurchschnittlich, wodurch die Handelsmarge verbessert werden konnte) zurückgegangen, sondern trotz der höheren Gesamtleistung auch im Kerngeschäft, wo einige Spezialleistungen von Dritten wegen Kapazitätsengpässen nicht abgerufen werden konnten. In Summe hat sich der Materialaufwand um 16 Prozent auf 14,8 Mio. Euro reduziert, woraus sich in Kombination mit der stabilen Gesamtleistung ein sehr kräftiges Rohertrags-

wachstum von 36 Prozent auf 9,6 Mio. Euro ergeben hat. Die konzernweite Rohmarge verbesserte sich damit um 11 Prozentpunkte auf 39,4 Prozent.

Geschäftszahlen	1. HJ. 21	1. HJ. 22	Änderung
Umsatz	18,74	13,63	-27,2%
Gesamtleistung	24,93	24,71	-0,9%
Rohertrag	7,06	9,62	+36,3%
<i>Rohmarge</i>	<i>28,3%</i>	<i>39,4%</i>	
EBITDA	1,04	1,95	+87,4%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>4,2%</i>	<i>8,0%</i>	
EBIT	-0,14	0,62	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-0,6%</i>	<i>2,5%</i>	
EBT	-0,15	0,82	-
<i>EBT-Marge</i>	<i>-0,6%</i>	<i>3,4%</i>	
Nettoergebnis	-0,57	0,13	-
<i>Netto-Marge</i>	<i>-2,3%</i>	<i>0,5%</i>	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

## Deutlicher Kostenanstieg

Spürbar gestiegen sind im ersten Halbjahr aber auch die Overhead-Kosten, was das Unternehmen zum Teil mit der letztjährigen BRH-Akquisition begründet. So erhöhte sich der Personalaufwand um 20 Prozent auf 5,0 Mio. Euro, während der sonstige betriebliche Aufwand sogar um fast 40 Prozent auf 2,9 Mio. Euro zulegte. Das Unternehmen begründet diesen Sprung auf Nachfrage mit der BRH-Akquisition sowie mit der höheren Gesamtleistung. Einen Zuwachs gab es schließlich auch bei den Abschreibungen, die sich hauptsächlich wegen der BRH-Übernahme um 13 Prozent auf 1,3 Mio. Euro erhöhten (wovon 1,2 Mio. Euro die planmäßigen Firmenwertabschreibungen betreffen).

## EBITDA fast verdoppelt, EBIT positiv

Trotz der höheren Aufwendungen konnte IGP das Ergebnis im ersten Halbjahr aber deutlich verbessern. Das EBITDA legte um 87 Prozent auf 1,9 Mio. Euro zu, womit sich die EBITDA-Marge von 4,2 auf 8,0 Prozent erhöhte. Das EBIT, das EBT und das Nettoergebnis, die im Vorjahr noch ins Minus gerutscht waren, drehten nun allesamt wieder in positives Terrain:

Das EBIT verbesserte sich von -0,1 auf +0,6 Mio. Euro, das EBT profitierte zusätzlich von einer Vorabausschüttung einer Beteiligung und legte sogar um knapp 1,0 Mio. Euro auf +0,8 Mio. Euro zu, während sich das Nettohalbjahresergebnis von -0,6 auf +0,1 Mio. Euro verbesserte. Die hohe Steuerbelastung ist der fehlenden Abzugsfähigkeit der Goodwill-Abschreibungen geschuldet, wodurch das zu versteuernde Ergebnis um 1,2 Mio. Euro über dem berichteten Wert lag.

### Unverändert hohe Liquidität

Eine Cashflow-Rechnung für die ersten sechs Monate hat IGP nicht vorgelegt, aber aus der Bilanz lässt sich auf einen deutlich negativen Free-Cashflow schließen. So haben sich die Vorräte um knapp 8 Mio. Euro und die Forderungen um 11 Mio. Euro erhöht, während die Liquidität seit Jahresanfang von 3,6 auf 2,1 Mio. Euro abgenommen hat. Auf der Passivseite ist ein Anstieg der Rückstellungen um 8,5 auf 14,3 Mio. Euro zu beobachten, den IGP mit erhöhten Kundenanzahlungen begründet, darüber hinaus sind die Bankverbindlichkeiten um 10,6 Mio. Euro angewachsen.

### Deutliche Bilanzverlängerung

Das Anwachsen der Vorräte und Forderungen einerseits und der Verbindlichkeiten und Rückstellungen andererseits hat eine kräftige Bilanzverlängerung zur Folge gehabt. Die Bilanzsumme hat sich zwischen dem Jahreswechsel und Ende Juni um 29 Prozent auf 80,0 Mio. Euro erhöht. Dadurch hat sich die Eigenkapitalquote zwischen Anfang Januar und Ende Juni von 50,7 auf 39,2 Prozent ermäßigt, obwohl das Eigenkapital in absoluten Zahlen stabil bei 31,4 Mio. Euro geblieben ist.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat IGP die Prognose für 2022, die im Juli veröffentlicht wurde, bestätigt. Demnach strebt die Gesellschaft für das laufende 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. Heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr entspricht das – am jeweils

unteren Ende – der Erwartung einer Gesamtleistung von 40,6 Mio. Euro sowie eines EBITDA von 0,6 Mio. Euro. Die vor dem Hintergrund des bereits im ersten Halbjahr erwirtschafteten EBITDA ergebnisseitig sehr vorsichtig anmutende Prognose begründet das Unternehmen auf Nachfrage mit den hohen Kostensteigerungen im Baubereich, welche die Profitabilität der laufenden Projekte belasten könnten. Auch betont der Vorstand den vorsichtigen Charakter der Prognose angesichts der erhöhten gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und deren Folgen für die Bauaktivitäten sowie der noch nicht absehbaren Auswirkungen einer möglichen Gasmangellage auf den Zertifikatehandel.

### Gute Auftragsituation

Ungeachtet dieser Unsicherheit berichtet IGP von einer guten Auftragsituation, die eine hohe Auslastung auch in den kommenden Jahren erwarten lässt. Unter anderem wurde zuletzt der Auftrag des Münchener Flughafens für die Erweiterung des Terminals 1 gemeldet, aus dem IGP bis 2026 ein Honorar von 3,8 Mio. Euro zufließen wird. Darüber hinaus hat das Unternehmen in den letzten Monaten attraktive (Folge-)Aufträge von BMW, der Charité und Siemens erhalten. Auch wurde die Beauftragung für die Objektüberwachung und das LEAN-Management des Projekts FOUR in Frankfurt erweitert, das mit einem Volumen von 1,1 Mrd. Euro derzeit das größte Bauvorhaben in der Stadt darstellt. Allein durch dieses Projekt, aus dem IGP im Gesamtzeitraum bis 2025 ein Honorar von 8,4 Mio. Euro zufließen wird, ist der neue Frankfurter Standort bis 2024 ausgelastet.

### Großes Interesse an IGP Green Solutions

Ebenfalls von einem sehr lebhaften Interesse berichtet IGP bezüglich des neu kreierten Dienstleistungskonzepts IGP Green Solutions, mit dem sich das Unternehmen vor allem an Betreiber energieintensiver Immobilien aus dem Bildungs- und Gesundheitssektor richtet. Das Konzept zielt auf die energetische Sanierung (in Richtung einer CO<sub>2</sub>-Neutralität) solcher Immobilien und soll sich ausschließlich aus den zu erwartenden Ersparnissen an Energiekosten (inkl. der Kosten für CO<sub>2</sub>-Zertifikate) und aus Fördermitteln finanzieren und für den Auftraggeber damit de facto

zum Nulltarif möglich sein. Da die Verwerfungen auf den Energiemärkten infolge des Ukrainekriegs den Handlungsdruck der betroffenen Immobilienbesitzer massiv erhöht haben, stößt IGP mit dem ganzheitlichen Konzept, das neben einer umfassenden Analyse die Planung, die Umsetzung, die Einwerbung von Fördermitteln und die Beschaffung bzw. den Verkauf von Emissionszertifikaten umfasst, derzeit auf offene Türen. Das Unternehmen berichtet von zahlreichen Gesprächen, bezeichnet aber die unübersichtliche Förderlage und die Zurückhaltung der Banken als Hindernisse, welche die Abschlüsse verzögern. Gleichwohl zeigt sich der Vorstand zuversichtlich, schon bald die ersten Kunden für IGP Green Solutions präsentieren zu können.

### Eigenes Projekt schreitet voran

Positives konnte auch bezüglich des ersten konzerneigenen Projekts in Fürstenwalde gemeldet werden. Dort wurde im September von der Stadtverordnetenversammlung die plangemäße Erweiterung und Präzisierung des Bebauungsplans beschlossen, der anschließend für vier Wochen ausgelegt wurde. Damit sieht IGP den Zeitplan, bis Mitte 2023 einen Satzungsbeschluss für den Bebauungsplan zu erhalten, gut begründet. Gleichzeitig prüft das Unternehmen aber auch intensiv die Option, schon dieses Jahr oder Anfang 2023 eine Teilfläche zu veräußern und damit einen Teil der bisher erbrachten Entwicklungsleistung ertragswirksam zu realisieren. Von Fortschritten berichtet IGP auch bezüglich des Leuchtturmprojekts Gesundheits-Campus in Steinfurt, wo nach Unternehmensangaben eine einvernehmliche Lösung der Problematik der kräftig gestiegenen Baukosten angestrebt wird.

### Umsatzschätzungen nahezu unverändert

Nach den größeren Veränderungen, die wir an unseren Schätzungen im letzten Update in Reaktion auf

die Veröffentlichung des Geschäftsberichts und auf die veränderte Marktlage vorgenommen haben, sehen wir nun keinen größeren Anpassungsbedarf. Dies gilt vor allem für die Umsätze und die Gesamtleistung, die sich im ersten Halbjahr im Rahmen unserer Erwartungen entwickelt haben. Die schon bisher unterstellten Werte von 73,0 Mio. Euro (Umsatz) bzw. 68,0 Mio. Euro (Gesamtleistung) halten wir unter der Voraussetzung eines planmäßigen Geschäftsverlaufs weiter für erreichbar. Die einzige Änderung betrifft die externen Erlöse mit der BIM-Software [überbau], deren – ohnehin moderaten – Wachstumspfad wir nun um ein Jahr weiter in die Zukunft verschoben haben. Dementsprechend liegt die Schätzung der Gesamtleistung für 2022 nun bei 67,7 Mio. Euro, zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir mit knapp 167 Mio. Euro.

### Ergebnisschätzung für 2022 höher

Erhöht haben wir hingegen die Ergebnisschätzung für 2022, weil die Kostenentwicklung des ersten Halbjahrs in Summe unter unseren Annahmen geblieben ist. Das EBITDA erwarten wir nun bei 3,1 Mio. Euro und damit 0,4 Mio. Euro höher als bisher, woraus sich auch für die nachfolgenden Ergebniskennzahlen höhere Schätzwerte ergeben haben. Für das Nettoergebnis nach Steuern und Minderheiten rechnen wir nun mit -0,5 Mio. Euro (bisher: -0,8 Mio. Euro), wobei der Verlust der hohen Steuerbelastung geschuldet ist (wegen der fehlenden Absetzbarkeit der Firmenwertabschreibungen). Vor Steuern kalkulieren wir nun mit einem leichten Überschuss von 0,4 Mio. Euro. Auf Vorsicht haben wir die in 2022 reduzierten Kostenschätzungen in den Folgejahren aber wieder kompensiert, weswegen die Ziel-EBIT-Marge unverändert bei 8,7 Prozent liegt. Eine weitere Änderung betrifft die Cashflow-Rechnung, in der wir nach dem Eindruck des ersten Halbjahrs für 2022 einen deutlich stärkeren Forderungsaufbau angenommen haben. Die

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	0,0	0,3	0,4	0,6	0,8	1,1	1,3	1,6
Emissionshandel	27,0	40,5	44,6	49,0	53,9	59,3	65,2	71,7
<b>Umsatz gesamt</b>	<b>72,7</b>	<b>84,2</b>	<b>103,1</b>	<b>115,6</b>	<b>129,0</b>	<b>142,1</b>	<b>154,4</b>	<b>165,6</b>

*Schätzungen SMC-Research*

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	72,7	84,2	103,1	115,6	129,0	142,1	154,4	165,6
Umsatzwachstum		15,8%	22,4%	12,2%	11,6%	10,1%	8,7%	7,2%
EBIT-Marge	0,7%	3,1%	5,9%	6,7%	7,5%	8,1%	8,5%	8,7%
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>6,0</b>	<b>7,7</b>	<b>9,7</b>	<b>11,4</b>	<b>13,2</b>	<b>14,5</b>
Steuersatz	206,5%	64,9%	45,9%	42,9%	40,9%	39,7%	38,8%	38,3%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,9	1,7	2,8	3,3	4,0	4,5	5,1	5,5
<b>NOPAT</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>11,6</b>	<b>12,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,1	2,3	-0,4	-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
<b>Free Cashflow</b>	<b>-2,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>

*SMC Schätzmodell*

aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

## Rahmendaten unverändert

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. Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisikoprämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81

countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,5 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 10,2 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 8,0 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 82,8 Mio. Euro bzw. 2,99 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 3,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Dabei haben sich die positive Wirkung der teilweise etwas höheren Gewinnschätzungen und der Effekt des stärkeren Forderungsaufbaus weitgehend aufgehoben. Unverändert stufen wir das Schätzrisiko ein und bewerten es weiterhin als leicht überdurchschnittlich, was wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit der Vergabe von vier Punkten zum Ausdruck bringen.

## Fazit

---

IGP Advantag hat im ersten Halbjahr auf Konzernebene eine stabile Gesamtleistung von 24,4 Mio. Euro erzielt und im Kerngeschäft baunahe Dienstleistungen sogar ein Wachstum von 10 Prozent ausweisen können. Demgegenüber blieb der Umsatz mit 13,6 Mio. Euro deutlich hinter dem Vorjahreswert zurück, weil sowohl Corona als auch die Marktlage für verzögerte Genehmigungs-, Liefer-, Abnahme- und Vertragsabschlussprozesse gesorgt haben, weswegen ein signifikanter Teil der erbrachten Leistungen nicht rechtzeitig fakturiert werden konnte. Trotzdem ist es IGP gelungen, die Ergebnissituation im Vorjahresvergleich deutlich zu verbessern, das EBITDA nahezu zu verdoppeln und mit den übrigen Gewinnkennzahlen ins Plus zu drehen.

Im Hinblick auf den weiteren Jahresverlauf rechnet IGP mit der Erreichung wichtiger Meilensteine bei mehreren Projekten und hat vor diesem Hintergrund die Prognose für das Gesamtjahr (Gesamtleistung zwischen 65 und 70 Mio. Euro und ein EBITDA zwischen 2,5 und 4,0 Mio. Euro) bestätigt.

Auch bezüglich der weiteren Entwicklung zeigt sich das Unternehmen zuversichtlich. Das Management verweist zwar auf die aktuelle Unsicherheit im Markt

(Investoren, Banken, Bauunternehmen) und auf die hohen Baupreise, welche die Entwicklung derzeit hemmen, berichtet aber gleichzeitig von einer Reihe von Aufträgen, die im Kerngeschäft auch in Zukunft für eine gute Auslastung sorgen sollten. Darüber hinaus zeichnet sich aus den ersten Marktreaktionen ein sehr hohes Interesse für das neue Dienstleistungsprodukt IGP Green Solutions ab, mit dem den Betreibern energieintensiver Gebäude aus dem Bildungs- und Gesundheitssektor ein umfassendes Full-Service-Konzept für eine – de facto kostenfreie – energetische Sanierung ihrer Immobilien angeboten wird. Sollten sich diese ersten Eindrücke bestätigen, könnte dieses Modell in den nächsten Jahren zu einem zentralen Wachstumstreiber für IGP werden.

Insgesamt entspricht die Entwicklung unseren Erwartungen und der grundsätzlich positiven Einschätzung der Positionierung und der Perspektiven von IGP. Dementsprechend haben wir in Reaktion auf die Halbjahreszahlen nur geringfügige Änderungen an unseren Schätzungen vorgenommen. Den fairen Wert der IGP-Aktie sehen wir weiterhin bei 3,00 Euro und damit weit oberhalb des aktuellen Börsenkurses. Wir bestätigen deswegen unser 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.

## 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.
- Mit dem neuen Konzept IGP Green Solutions für die energetische Sanierung großer Bildungs- und Gesundheitsimmobilien stößt IGP auf sehr großes Interesse.
- 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.

## 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.
- Anhaltende Lieferengpässe könnten die Zeitpläne und die Kalkulation der Projekte weiter belasten.
- Die höheren Zinsen und der wirtschaftliche Abschwung könnten die Beauftragungsbereitschaft für neue Projekte schmälern.
- 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	36,0	37,6	36,4	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	27,2	29,8	33,5	37,0	42,3	48,2	54,7	61,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	31,3	30,9	31,7	34,6	37,4	41,0	45,1	49,7	54,7
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	27,6	27,9	27,4	26,8	27,3	27,8	28,3	28,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>61,8</b>	<b>64,9</b>	<b>66,4</b>	<b>69,0</b>	<b>71,5</b>	<b>75,7</b>	<b>80,6</b>	<b>86,0</b>	<b>91,7</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	49,4	72,7	84,2	103,1	115,6	129,0	142,1	154,4	165,6
Gesamtleistung	64,7	67,7	84,2	104,1	116,7	130,1	143,2	155,6	166,8
Rohertrag	15,1	20,6	20,6	28,4	32,3	36,3	40,0	43,2	45,5
EBITDA	0,9	3,1	5,5	9,1	10,9	13,0	14,9	16,7	18,1
EBIT	-1,7	0,5	2,6	6,0	7,7	9,7	11,4	13,2	14,5
EBT	-1,9	0,4	2,4	6,0	7,7	9,7	11,5	13,3	14,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,4	-0,5	0,8	3,2	4,4	5,7	7,0	8,1	9,0
JÜ	-2,4	-0,5	0,8	3,2	4,4	5,7	7,0	8,1	9,0
EPS (Euro)	-0,09	-0,02	0,03	0,12	0,16	0,21	0,25	0,29	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	2,0	6,1	5,9	6,5	7,8	9,0	10,1	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	3,0	0,0	-1,3	-2,6	-2,2	-2,9	-3,5	-4,1
Liquidität Jahresanfa.	4,5	3,6	3,7	8,0	10,6	12,5	15,9	19,6	23,7
Liquidität Jahresende	3,6	3,7	8,0	10,6	12,5	15,9	19,6	23,7	28,1

### Kennzahlen

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

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	4,05	3,77	3,54	3,34	3,17
7,5%	3,65	3,43	3,24	3,08	2,94
8,0%	3,33	3,14	2,99	2,85	2,73
8,5%	3,05	2,90	2,77	2,65	2,55
9,0%	2,81	2,68	2,57	2,47	2,39

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 25.10.2022 um 8:25 Uhr fertiggestellt und am 25.10.2022 um 8:50 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
25.08.2022	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
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.