

05. September 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# IGP Advantag AG

## Hohe Auslastung und Teil-Exit könnten vor Marktverwerfungen schützen

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 0,408 € | Kursziel: 1,90 € (zuvor: 2,40 €)

**Analyst:** Dipl. Volkswirt 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

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

**Sitz:** Berlin  
**Branche:** Baudienstleistungen  
**Mitarbeiter:** ca. 350 (inkl. Partner)  
**Rechnungslegung:** HGB

**ISIN:** DE000A1EWVR2  
**Ticker:** A62:GR  
**Kurs:** 0,408 Euro  
**Marktsegment:** Primärmarkt D-dorf  
**Aktienanzahl:** 27,7 Mio. Stück  
**Market-Cap:** 11,3 Mio. Euro  
**Enterprise Value:** 21,0 Mio. Euro  
**Free Float:** ca. 10,0 %  
**Kurs Hoch/Tief (12M):** 1,87 / 0,328 Euro  
**Ø Umsatz (Xetra,12M):** 4,5 Tsd. Euro / Tag

## Stabiles Dienstleistungsgeschäft

In einem von einer sehr hohen Unsicherheit und mehreren prominenten Zusammenbrüchen geprägten Marktumfeld kann sich die IGP Advantag bisher gut behaupten. Das Unternehmen berichtet von einer guten Auslastung im Kerngeschäft baunahe Dienstleistungen, wo es von mehreren großen Aufträgen der öffentlichen Hand sowie von den langjährig etablierten Kundenbeziehungen profitiert. Unter anderem ist IGP für den Hochhauskomplex FOUR in Frankfurt, für Standorterweiterungen von BMW in München und Leipzig sowie für die Erweiterung des Terminals 1 am Flughafen in München tätig. Die Frage nach größeren Auftragsverzögerungen oder gar -stornierungen verneint das Management.

## Gute Resonanz auf IGP Green Solutions

Zufriedenstellend entwickelt sich nach Unternehmensangaben auch das Geschäft mit dem neuen Angebot für die energetische Modernisierung von Bestandsgebäuden insbesondere im Gesundheits- und Bildungssektor, das IGP unter der Marke IGP Green Solutions vermarktet. Hier konnte IGP bereits mehrere Aufträge akquirieren und abarbeiten, wobei die Komplexität der Fragestellungen und der Förderku-

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	49,4	56,5	68,7	79,8	91,1	103,2
EBIT (Mio. Euro)	0,9	-1,9	-0,8	0,2	1,3	2,7
Jahresüberschuss	-2,4	-2,8	-1,9	-1,1	-0,3	0,6
EpS	-0,09	-0,10	-0,07	-0,04	-0,01	0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	30,4%	14,5%	21,6%	16,2%	14,1%	13,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	0,23	0,20	0,16	0,14	0,12	0,11
KGV	-	-	-	-	-	18,1
KCF	73,6	-	7,8	6,8	6,1	4,2
EV / EBIT	23,7	20,8	8,5	5,9	4,4	3,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

lisse bedingen, dass sich viele Interessenten zunächst auf Teillösungen wie den Aufbau von Dach-PV-Anlagen beschränken. Allerdings berichtet der Vorstand von teilweise weit fortgeschrittenen Gesprächen für umfassende Konzepte, die auch die Planung und Umsetzung baulicher Maßnahmen beinhalten.

### Projektentwicklungen herausfordernd

Anspruchsvoller gestaltet sich hingegen das Geschäft der Tochter IGP Projekt, die Dienstleistungen rund um die Immobilienentwicklung betreibt und sich aufgrund der schwierigen Marktlage mit vielfältigen Verzögerungen konfrontiert sieht. Das betrifft insbesondere das Leuchtturmprojekt Gesundheitscampus in Steinfurt, dessen plangemäße Umsetzung durch die ausgeprägte Zurückhaltung der Banken und durch die wirtschaftlichen Probleme einiger Anbieter im Bereich von Pflegeheimen und betreutem Wohnen seit vielen Monaten verzögert wird. Inzwischen wurde das Projekt neu strukturiert, was die Gewinnung neuer Partner, Mieter und Käufer erleichtern soll. Am schnellsten realisierbar dürfte derzeit der Projektteil „vollstationäres Pflegeheim“ sein, für den in den nächsten Monaten der Verkauf und der Baubeginn erfolgen könnten – die dann mit entsprechenden Honoraransprüchen für IGP verbunden wären. Trotz dieser Verzögerungen sieht IGP für das Konzept Gesundheitscampus weiter ein großes Potenzial und berichtet von vielversprechenden Gesprächen über ein ähnlich gelagertes Projekt in Norddeutschland. Schwieriger zu vermarkten sind derzeit hingegen die Büroflächen des in Berlin geplanten Greenovation Campus, weswegen sich auch dieses Projekt verzögert. IGP zeigt sich zuversichtlich, auch hierfür bald eine Lösung zu finden, schließt aber auch eine Umplanung des Projekts nicht aus.

### Teilverkauf in Fürstenwalde

Einen wichtigen Erfolg konnte IGP Advantag hingegen für das Immobilienentwicklungsprojekt in Fürstenwalde vermelden, das erste und bisher einzige Vorhaben, welches das Unternehmen auf eigene Rechnung initiiert hat. Wie Ende Mai gemeldet wurde, konnte ein Teil des Projekts an einen Investor verkauft werden. Bezogen auf die Fläche betrifft der Verkauf den Großteil des Projekts (56 von 57 Tsd.

qm), inhaltlich wurde der gesamte Bereich, der für eine Wohnbebauung vorgesehen ist, veräußert. Für diese Flächen bleibt IGP bis zum Satzungsbeschluss als Entwicklungsdienstleister tätig, woraus zusätzlich zu dem Verkaufsertrag ein hohes Honorar zu erwarten ist. Ob anschließend eine Beauftragung als Baudienstleister erfolgt, wurde nicht kommuniziert. Weiter im IGP-Besitz verbleiben zwei Bestandsgebäude des Jagd-Schloss-Ensembles, die die Gesellschaft in den nächsten Jahren selbst entwickeln wird.

### Signifikanter Ertrag stützt Prognose

Details zum Verkaufspreis wurden nicht genannt, doch IGP hat die Meldung genutzt, um erstmals eine konkrete EBITDA-Prognose für 2023 zu veröffentlichen. Diese sieht eine Zielspanne von 3 bis 5 Mio. Euro vor und wurde auch im Geschäftsbericht, der Ende Juli veröffentlicht wurde, bestätigt. Für die Gesamtleistung strebt IGP einen Wert zwischen 68 und 76 Mio. Euro an, wozu sowohl die hohe Auslastung im Bereich der baunahen Dienstleistungen als auch die erstmalige Konsolidierung der letztjährigen Übernahme der Gräf Gardinen- und Raumausstattungs GmbH & Co KG und die Honorarzahungen für die Erreichung der Meilensteine in den Projekten in Steinfurt und Berlin beitragen sollen. Auch rechnet IGP mit einem steigenden Volumen im Handel mit Emissionszertifikaten.

### 2022 schwächer als angekündigt

Sowohl bezüglich der Gesamtleistung als auch des EBITDA liegt die Prognose über den finalen Werten für 2022. Diese fielen bezüglich der Gesamtleistung mit 64,1 Mio. Euro etwas besser aus, als vorläufig im April gemeldet (62,7 Mio. Euro), während das EBITDA von dem ursprünglich gemeldeten Wert von 3,1 Mio. Euro (der anschließend in einer Folgemeldung sogar geringfügig auf 3,2 Mio. Euro erhöht wurde) auf 1,0 Mio. Euro korrigiert werden musste. IGP begründet dies mit geringeren Bestandsabwertungen und vor allem mit einer Einzelwertberichtigung in Höhe von 2,0 Mio. Euro auf eine ältere Forderung, die aus Vorsicht komplett wertberichtigt wurde. Relativierend verweist IGP aber auf im Zusammenhang mit der betroffenen Forderung stehende Verbindlichkeiten, die bei Eintritt des Ausfalls der

Forderung ebenfalls entfallen würden, weswegen sich die Nettobelastung für IGP in einem deutlich geringeren Ausmaß bewegen würde, als es die Wertberichtigung nahelegt.

Geschäftszahlen	GJ 2021	GJ 2022	Änderung
Umsatz	49,35	56,51	+14,5%
Emissionshandel	34,49	30,35	-12,0%
Dienstleistungen	14,56	25,81	+77,3%
Gesamtleistung	65,70	64,14	-2,4%
EBITDA	0,89	1,01	+14,1%
EBITDA-Marge	1,8%	1,8%	
EBIT	-1,74	-1,87	-
EBIT-Marge	-3,5%	-3,3%	
EBT	-1,85	-2,25	-
Vorsteuer-Marge	-3,8%	-4,0%	
Nettoergebnis	-2,37	-2,81	-
Netto-Marge	-4,8%	-5,0%	
Free-Cashflow	-3,83	-12,97	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBIT und Nettoergebnis im Minus

Durch diese Zusatzbelastung im EBITDA ist auch die erwartete Rückkehr des EBIT in die Pluszone ausgeblieben, stattdessen lag es im letzten Jahr mit -1,9 Mio. Euro sogar etwas stärker im Minus als ein Jahr zuvor (-1,7 Mio. Euro). Bei einem ebenfalls verschlechterten Finanzergebnis von -0,4 Mio. Euro (zuvor: -0,1 Mio. Euro) und einem Steuerergebnis von -0,6 Mio. Euro musste in Summe für das Geschäftsjahr 2022 ein Verlust von -2,8 Mio. Euro ausgewiesen werden, nach -2,4 Mio. Euro im Vorjahr.

## Cashflow deutlich im Minus

Verschlechtert hat sich auch der operative Cashflow, der von +0,2 Mio. Euro im Vorjahr auf -3,5 Mio. Euro abgerutscht ist. Entscheidend dafür waren zwei Positionen. Zum einen der starke Bestandsaufbau an erbrachten, aber noch nicht abgerechneten Leistungen, deren bilanzieller Wert von 34,5 auf 42,6 Mio. Euro zugenommen und saldiert mit den Veränderungen anderer Umlaufvermögenspositionen die Cashflow-Rechnung um 6,7 Mio. Euro belastet hat. Zum

anderen, in geringerem Ausmaß, die Veränderung der Rückstellungen, die 2021 mit +3,6 Mio. Euro positiv und im Berichtsjahr mit -0,4 Mio. Euro negativ zum Cashflow beigetragen hat. Entlastend hat sich hingegen die Abnahme der Steuerzahlungen von -3,3 auf -0,4 Mio. Euro ausgewirkt. Wesentlich höher fiel letztes Jahr auch der Mittelabfluss aus Investitionsaktivitäten aus, der sich vor allem wegen der Akquisition von Gräf Gardinen und dem Kauf des Projekts in Fürstenwalde von -0,4 auf -9,5 Mio. Euro erhöhte. Der Free-Cashflow verschlechterte sich infolgedessen von -3,8 auf -13,0 Mio. Euro.

## Verschuldung deutlich erhöht

Finanziert wurde dies durch eine Kreditaufnahme im Volumen von 13,9 Mio. Euro, die zu einem gleichhohen Überschuss im Finanzierungs-Cashflow führte und sich trotz der hohen operativen Cash-Abflüsse in einer um 0,9 auf 4,6 Mio. Euro erhöhten Liquidität bemerkbar machte. Dem stehen auf der Passivseite Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 16,2 Mio. Euro (davon 2,0 Mio. Euro gegenüber Gesellschaftern) gegenüber, was saldiert einer Nettofinanzverschuldung von 11,6 Mio. Euro entspricht. Ein gewichtiger Teil dieser Verschuldung hängt mit dem Projektankauf in Fürstenwalde zusammen und wird zurückgeführt, sobald der im Mai gemeldete Verkauf vollzogen worden ist. Bei den restlichen Krediten handelt es sich um Annuitätendarlehen für die beiden Akquisitionen von BRH und Gräf Gardinen, die aus den Erlösen des Verkaufs in Fürstenwalde ebenfalls teilweise vorzeitig getilgt werden könnten.

## Eigenkapitalquote trotz Rückgang solide

Durch den Verlust hat sich das Eigenkapital auch im letzten Jahr reduziert, und zwar um 9 Prozent auf 28,5 Mio. Euro. Da gleichzeitig die Bilanzsumme um 18 Prozent auf 72,8 Mio. Euro angewachsen ist, hat sich die Eigenkapitalquote von 50,7 auf 39,1 Prozent ermäßigt. Weitere große Passivpositionen sind die erhaltenen Anzahlungen in Höhe von 11,2 Mio. Euro, sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und die Rückstellungen mit jeweils 5,5 Mio. Euro.

## Hohes Gewicht des Firmenwertes

Die größte Position auf der Vermögensseite ist weiterhin der Firmenwert, der sich per Ende Dezember auf 31,5 Mio. Euro bzw. 43 Prozent der Bilanzsumme erhöht hat. Die Akquisition von Gräf Gardinen ist darin noch nicht enthalten, da die Konsolidierung erst ab 2023 erfolgt. Allerdings hat der bereits 2022 gezahlte Kaufpreis maßgeblich zu einem Anstieg der Finanzanlagen von 1,1 auf 6,8 Mio. Euro geführt. Die zweitgrößte Position stellen die unfertigen Leistungen dar, die sich – nach Saldierung mit erhaltenen Anzahlungen – auf 21,6 Mio. Euro belaufen (Vorjahr: 13,0 Mio. Euro; brutto summierten sich die unfertigen Leistungen zum Jahreswechsel auf 42,6 Mio. Euro). Reduziert haben sich hingegen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die von 7,2 auf 4,6 Mio. Euro abgenommen haben.

## Wechsel im Management

Für uns etwas überraschend hat IGP im August einen Wechsel im Management angekündigt. So soll der Gründer, Hauptaktionär und bisherige Vorstandschef Stefan Gräf nach der kommenden Hauptversammlung (26.09.) in den Aufsichtsrat wechseln. Sein Nachfolger wird zum 01.10. Stefan Ehgartner, der seit 2021 die zentrale Tochtergesellschaft IGP Ingenieur GmbH führt und in dieser Funktion seinerseits von Nikolaos Hatzijordanou ersetzt wird, den bisherigen Geschäftsführer der Mitte 2021 übernommenen BRH Generalplaner GmbH. Einen Wechsel gibt es auch an der Spitze der Tochter IGP Projekt GmbH, wo Herr René Warzecha, bisher Geschäftsführer des Immobilienentwicklers WVM Berlin I+P GmbH per Anfang September die Nachfolge von Jennifer Gräf, der Ehefrau von Herrn Gräf angetreten hat. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen das mit mehreren Aspekten. Dazu gehört insbesondere, dass der Wechsel von Stefan Gräf in den Aufsichtsrat ohnehin geplant gewesen war und nun lediglich vorgezogen wurde, um damit die bereits feststehende Nachfolgeregelung rascher wirken lassen zu können. Auch wurde durch diesen Schritt das Management der Gruppe verschlankt, was auch in einer geplanten Zusammenführung der Berliner Standorte zum Ausdruck kommen soll. Darüber hinaus erhofft sich das Unternehmen eine Erhöhung der Attraktivität für ex-

terne Investoren, wenn der Mehrheitsbesitz und die operative Leitung stärker getrennt werden.

## Schätzungen überarbeitet

Wir haben die Entwicklungen der letzten Monate zum Anlass genommen, unsere Schätzungen an mehreren Stellen zu überarbeiten. Dabei haben wir sowohl die schwache Marktverfassung als auch den gemeldeten Teilverkauf des Entwicklungsprojekts in Fürstenwalde, dessen erfolgreicher Vollzug in diesem Jahr für einen signifikanten Ertrags- und Cashflow-Effekt sorgen sollte, berücksichtigt. Bezüglich der Marktentwicklung verweist das Unternehmen zwar auf die hohe Auslastung im Bereich der baunahen Dienstleistungen, doch es ist angesichts der starken Abwärtsdynamik im Markt nicht ausgeschlossen, dass es in diesem Bereich doch noch zu Verzögerungen oder Stornierungen kommen könnte. Auch bleibt abzuwarten, wie sich hier das Neugeschäft entwickeln wird. Von starken Verzögerungen bereits betroffen ist das Geschäft der IGP Projekt GmbH, deren Leistungen erst mit dem Erreichen bestimmter Meilensteine in der Projektentwicklung fakturierbar werden. Da es in den bearbeiteten Projekten derzeit wegen der Marktverfälschungen an vielen Stellen hakt, ist es aktuell unsicher, wann die hohen Bestände an unfertigen Leistungen zu Erlösen werden.

## Umsatzschätzung deutlich, Gesamtleistung leicht reduziert

In Anbetracht dieser Umstände haben wir unsere Umsatzschätzung für dieses Jahr von bisher 74,9 Mio. Euro auf 68,7 Mio. Euro abgesenkt. Unter Berücksichtigung einer erwarteten Bestandsveränderung von -6 Mio. Euro entspricht das einer Gesamtleistung von 62,7 Mio. Euro, rund 2 Mio. Euro weniger als bisher und in etwa auf dem Niveau aus 2022. Damit liegen wir unter der Guidance des Vorstands (68 bis 76 Mio. Euro), wobei es hier zu berücksichtigen gibt, dass in unserer Schätzung der Gesamtleistung die sonstigen betrieblichen Erträge nicht enthalten sind, die dank des Teilverkaufs in Fürstenwalde dieses Jahr deutlich über dem letztjährigen Niveau von 1,2 Mio. Euro ausfallen dürften.



Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	68,7	79,8	91,1	103,2	113,6	123,8	133,5	143,9
Umsatzwachstum		16,2%	14,1%	13,3%	10,1%	8,9%	7,8%	7,8%
EBIT-Marge	-1,2%	0,2%	1,5%	2,6%	4,5%	5,8%	6,5%	7,1%
<b>EBIT</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,3</b>
Steuersatz	-	-	132,5%	74,2%	53,6%	47,3%	44,7%	42,7%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	1,0	1,8	2,0	2,7	3,4	3,9	4,4
<b>NOPAT</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,9</b>	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>	<b>9,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	5,1	-0,6	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9
- Investitionen AV	4,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
<b>Free Cashflow</b>	<b>6,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>

SMC Schätzmodell

## EBIT bleibt 2023 negativ

Zuzüglich dieses Ertrages und nach Aktualisierung der Aufwandsschätzungen rechnen wir nun für 2023 mit einem EBITDA von 2,5 Mio. Euro, 0,2 Mio. Euro weniger als bisher, aber 1,5 Mio. Euro mehr als 2022. Aus diesem vorsichtigen Ansatz, der um 0,5 Mio. Euro unter der unteren Grenze des Prognosekorridors des Vorstands liegt, resultiert bei leicht erhöhten Abschreibungen ein EBIT von -0,8 Mio. Euro und ein Jahresfehlbetrag von -1,9 Mio. Euro (bisher: -0,2 resp. -1,0 Mio. Euro). Aus der Fortrechnung der für 2023 vorgenommenen Modifikationen und aus der Erwartung, dass die Krise der Immobilien- und Baubranche auch noch 2024 spürbar bleiben wird, haben sich auch Änderungen der Schätzungen für die Folgejahre ergeben. Wir rechnen für 2024 zwar mit einer deutlichen Verbesserung der Umsatz- und Ergebniszahlen, doch liegen diese klar unter unseren bisherigen Annahmen. Zudem erwarten wir nun auch für das Jahr 2024 noch ein negatives Jahresergebnis (bei einem minimal positiven EBIT). Durch die geringeren Ausgangswerte haben sich auch die Zielwerte für Umsatz und EBIT-Marge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums reduziert, auf 144 Mio. Euro resp. 7,1 Prozent (bisher: 152 Mio. Euro bzw. 7,4 Prozent).

Den aus unseren Annahmen resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind dem Anhang zu entnehmen.

## Rahmenparameter angepasst

Verändert hat sich auch der gewichtete Kapitalkostensatz (WACC), mit dem wir die erwarteten Cashflows diskontieren. Ursächlich dafür ist die deutliche Erhöhung des Fremdkapitalanteils, die sich letztes Jahr vollzogen hat. Diesen sehen wir im Durchschnitt des Schätzzeitraums nun bei 45 Prozent, was bei unveränderten Annahmen bezüglich der EK-Kosten von 11,2 Prozent (sie beruhen auf dem CAPM-Modell mit der Annahme eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,5), des FK-Zinses von 5,5 Prozent und eines Steuersatzes für das Tax-Shield von 33,0 Prozent einen WACC-Satz von 7,8 Prozent ergibt (bisher: 8,2 Prozent; im Gegenzug haben wir aber die aktuellen Finanzverbindlichkeiten vom Brutto-Unternehmenswert zum Abzug gebracht). Unverändert geblieben sind hingegen die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, abzüg-

lich eines 25-prozentigen Sicherheitsabschlags, und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

### Kursziel: 1,90 Euro

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 52,6 Mio. Euro bzw. von 1,90 Euro je Aktie, woraus wir das gleichlautende, neue Kursziel ableiten (bisher: 2,40 Euro; eine Sensi-

tivitätsanalyse der Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Reduktion des Kursziels spiegelt die reduzierten Schätzungen infolge der schwierigen Marktlage wider. Diese bedingt auch eine erhöhte Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung, weswegen wir auch das Prognoserisiko weiterhin als deutlich überdurchschnittlich einstufen. Aus diesem Grund vergeben wir dafür weiterhin fünf von sechs möglichen Risikopunkten.

## Fazit

---

Die Nachrichtenlage bei IGP Advantag ist derzeit durchwachsen, was angesichts der tiefen Krise des Bau- und Immobiliensektors kaum überrascht. So fielen die finalen Abschlusszahlen für 2022 schwächer aus als erwartet und als vorläufig gemeldet, auch haben sich die Cashflow- und Bilanzahlen sichtbar verschlechtert. Operativ leidet vor allem der Bereich Projektentwicklung unter der Marktlage, die zu massiven Verzögerungen führt und teilweise eine Umplanung der Vorhaben erfordert. Da IGP die Projektentwicklung, mit einer Ausnahme, nicht auf eigene Rechnung, sondern als Dienstleister betreibt, beschränkt sich das entsprechende Risiko aber auf den Umfang und Zeitpunkt der damit erzielbaren Honorare.

Mit der eigenen Projektentwicklung konnte IGP hingegen einen wichtigen Erfolg verbuchen und einen Großteil der Fläche des Vorhabens in Fürstenwalde mit einem hohen Gewinn verkaufen. Dieser Ertrag dürfte maßgeblich die diesjährige EBITDA-Prognose des Vorstands (3 bis 5 Mio. Euro) stützen. Darüber hinaus berichtet das Unternehmen aber auch von einer guten Auftrags- und Auslastungssituation im Kerngeschäft der baunahen Dienstleistungen, zudem konnten für das neue Angebot IGP Green Solutions bereits mehrere Aufträge akquiriert werden. Weitere Beauftragungen im teilweise signifikanten Umfang

befinden sich nach Unternehmensangaben in fortgeschrittenen Verhandlungen.

Wir haben auf die Nachrichtenlage der letzten Monate mit einer Abwärtsrevision unserer Schätzungen reagiert, wodurch sich unser Kursziel von zuletzt 2,40 Euro auf 1,90 Euro ermäßigt hat. Gegenüber dem aktuellen Börsenkurs, in den offensichtlich eine weitere massive Verschlechterung der Lage, die wir derzeit nicht als das wahrscheinlichste Szenario sehen, eingepreist ist, bietet es dennoch ein Vervielfachungspotenzial. Gleichwohl geht dieses hohe Potenzial mit einer hohen Schätzunsicherheit einher, weil sich die Abschätzung der weiteren Entwicklung der Erträge im aktuellen Umfeld deutlich verkompliziert hat. Auch trägt der umfassende Umbau des Managements, so vorteilhaft er auch im Hinblick auf die Zukunft sein mag, im aktuellen Umfeld zunächst zur Verunsicherung bei.

Aus der Abwägung dieser Argumente heraus und in Erwartung, dass der gemeldete Teil-Exit in Fürstenwalde die diesjährige Ergebnis- und Cashflow-Situation deutlich stützen sollte, lassen wir unser Urteil unverändert auf „Speculative Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Etablierte Position als Anbieter baunaher Dienstleistungen mit einer Vielzahl an exzellenten Referenzen und einem großen Netzwerk.
- In den letzten Jahren wurden im Kerngeschäft ein starkes Wachstum und hohe Margen erzielt.
- Ein erfolgreicher Teil-Exit aus dem Fürstenwalde-Projekt könnte 2023 für positive Ertrags- und Cashflow-Effekte sorgen.
- Starke Marktstellung bei öffentlichen Bauvorhaben und bei planungsrechtlich anspruchsvollen Projekten.
- Stabile Aktionärsstruktur mit einer sehr großen Mehrheit in den Händen der Gründer.
- Ein vielversprechendes Auftragsportfolio in der Projektentwicklung, aus dem in den nächsten Jahren hohe Erträge generiert werden können.

## Chancen

- In den adressierten Marktsegmenten Gesundheit und Bildung ist wegen des bestehenden Investitionsrückstands bzw. der demographischen Entwicklung ein großer Baubedarf erkennbar.
- Mit der Übernahme von Gräf Gardinen wurde der Konzern durch eine leistungsstarke Einheit in einem vielversprechenden Markt gestärkt.
- Das neue Konzept IGP Green Solutions für die energetische Sanierung großer Bildungs- und Gesundheitsimmobilien stößt auf hohes Interesse.
- Der Zertifikatehandel dürfte zukünftig deutlich wachsen und zunehmend zum Ergebnis beitragen.
- Die Entwicklung eigener Immobilienprojekte verspricht 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.
- In den letzten beiden Geschäftsjahren wurden die Prognosen verfehlt, auch die vorläufigen Zahlen wurden teilweise deutlich unterschritten.
- 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.
- Das Geschäftsmodell bedingt eine teilweise niedrige Transparenz.
- Der geringe Freefloat und die niedrige Handelsliquidität schränken die Attraktivität der Aktie für größere Investoren noch ein.

## Risiken

- Sollte die aktuelle Branchenkrise länger anhalten oder sich gar ausweiten, könnte sich die Auftragsituation im Kerngeschäft verschlechtern und die Ertragssituation von IGP beschädigen.
- Durch den letztjährigen Einstieg in die Projektentwicklung auf eigene Kosten nimmt IGP die üblichen Projektrisiken und eine noch höhere Volatilität der Erträge in Kauf.
- Der hohe Bestand an fertigen, noch nicht abgerechneten Leistungen, stellt im aktuellen Branchenumfeld ein zusätzliches Risiko dar.
- 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	39,3	35,5	32,6	29,7	26,9	24,0	21,0	18,1	15,2
1. Immat. VG	32,2	33,8	30,8	27,8	24,8	21,8	18,8	15,8	12,8
2. Sachanlagen	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1
II. UV Summe	33,4	30,4	31,3	33,3	36,2	40,2	44,9	49,9	55,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	28,5	26,6	25,5	25,5	26,3	28,3	30,8	33,7	37,2
II. Rückstellungen	5,5	5,3	5,1	4,9	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	14,3	9,3	9,3	8,1	7,0	5,9	4,7	3,7	2,7
2. Kurzfristiges FK	24,5	24,8	24,2	24,6	25,1	25,7	26,2	26,6	27,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>72,8</b>	<b>66,0</b>	<b>64,0</b>	<b>63,2</b>	<b>63,2</b>	<b>64,3</b>	<b>66,0</b>	<b>68,2</b>	<b>70,9</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	56,5	68,7	79,8	91,1	103,2	113,6	123,8	133,5	143,9
Gesamtleistung	63,0	62,7	80,8	92,2	104,3	114,8	125,0	134,6	145,1
Rohhertrag	18,4	15,9	20,9	22,4	24,2	27,0	29,4	31,3	33,3
EBITDA	1,0	2,5	3,5	4,7	6,2	8,6	10,7	12,2	13,9
EBIT	-1,9	-0,8	0,2	1,3	2,7	5,1	7,2	8,7	10,3
EBT	-2,3	-1,3	-0,1	1,0	2,4	4,8	7,0	8,6	10,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,9	-1,9	-1,1	-0,3	0,6	2,2	3,7	4,7	5,9
JÜ	-2,8	-1,9	-1,1	-0,3	0,6	2,2	3,7	4,7	5,9
EPS	-0,10	-0,07	-0,04	-0,01	0,02	0,08	0,13	0,17	0,21

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-3,5	1,5	1,7	1,9	2,7	4,2	5,5	6,5	7,5
CF aus Investition	-9,5	4,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
CF Finanzierung	13,9	-5,0	-1,0	-0,6	-0,8	-1,3	-2,1	-2,8	-3,4
Liquidität Jahresanfa.	3,6	4,6	5,6	5,7	6,4	7,7	10,1	12,9	15,9
Liquidität Jahresende	4,6	5,6	5,7	6,4	7,7	10,1	12,9	15,9	19,4

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	14,5%	21,6%	16,2%	14,1%	13,3%	10,1%	8,9%	7,8%	7,8%
Rohtragsmarge	32,5%	23,1%	26,1%	24,6%	23,5%	23,7%	23,7%	23,4%	23,1%
EBITDA-Marge	1,8%	3,6%	4,4%	5,2%	6,0%	7,6%	8,6%	9,2%	9,7%
EBIT-Marge	-3,3%	-1,2%	0,2%	1,5%	2,6%	4,5%	5,8%	6,5%	7,1%
EBT-Marge	-4,0%	-1,9%	-0,2%	1,1%	2,3%	4,3%	5,6%	6,4%	7,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-5,0%	-2,7%	-1,4%	-0,4%	0,6%	2,0%	3,0%	3,6%	4,1%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,8%	2,72	2,50	2,32	2,17	2,04
7,3%	2,41	2,24	2,09	1,97	1,86
7,8%	2,16	2,02	1,90	1,79	1,70
8,3%	1,95	1,83	1,73	1,64	1,57
8,8%	1,77	1,67	1,59	1,51	1,44

# 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 05.09.2023 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 05.09.2023 um 8:15 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
11.04.2023	Speculative Buy	2,40 Euro	1), 3), 4)
25.10.2022	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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