

06. Juli 2021
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



IGP Advantag AG

Attraktive Positionierung
sinnvoll ergänzt

Urteil: Buy (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: 2,36 € | Kursziel: 3,60 € (zuvor: 3,20 €)

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:	147
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1EWVR2
Ticker:	A62:GR
Kurs:	2,36 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	27,7 Mio. Stück
Market-Cap:	65,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	61,2 Mio. Euro
Free Float:	ca. 5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,54 / 1,38 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	5,6 Tsd. Euro / Tag

Mit dem Geschäftsbericht für 2020 hat IGP Advantag das erste Jahr nach dem Reverse Takeover erfolgreich abgeschlossen. Die gemeldeten Zahlen (Umsatz von 37,9 Mio. Euro, EBIT von 2,9 Mio. Euro und Jahresüberschuss von 1,1 Mio. Euro) entsprachen weitgehend den vorläufigen Werten, teilweise wurden jene sogar leicht übertroffen. Für 2021 plant IGP ein deutliches Wachstum der Gesamtleistung auf 47 bis 50 Mio. Euro und will auf dieser Grundlage ein EBITDA zwischen 5 und 7 Mio. Euro erwirtschaften. Zu dem Wachstum beitragen wird auch eine kürzlich gemeldete Akquisition, in deren Rahmen IGP die BRH Generalplaner GmbH vollständig übernommen hat. Die neue Konzerntochter ist wie IGP als Baudienstleister aktiv und hat ihre besondere Stärke im Bereich der Holzhybridbauweise. Damit stärkt der Konzern seine Positionierung als Spezialist für grünes Bauen, mit der das Unternehmen nach eigenen Angaben gerade in den Marktsegmenten Gesundheits- und Bildungsimmobilen auf großes Interesse stößt. Auch die gute Auftragslage bestätigt den eingeschlagenen Kurs. Da wir nach dem Großauftrag als Generalübernehmer in Steinfurt mit weiteren Abschlüssen dieser Art rechnen, haben wir unsere Umsatzerwartungen für die nächsten Jahre deutlich angehoben.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	37,9	48,6	62,0	81,3	101,7	108,3
EBIT (Mio. Euro)	2,9	3,6	5,9	9,5	9,9	11,2
Jahresüberschuss	1,1	1,8	3,3	5,7	6,0	6,9
EpS	0,04	0,06	0,12	0,21	0,21	0,25
Dividende je Aktie	0,00	0,02	0,04	0,07	0,11	0,12
Umsatzwachstum	-	28,4%	27,7%	31,1%	25,1%	6,5%
Gewinnwachstum	-	54,8%	84,6%	74,6%	4,7%	15,8%
KUV	1,73	1,35	1,06	0,81	0,64	0,60
KGV	57,5	37,1	20,1	11,5	11,0	9,5
KCF	74,1	20,9	11,8	8,1	8,1	7,2
EV / EBIT	11,7	10,2	7,1	4,9	4,8	4,3
Dividendenrendite	0,0%	0,9%	1,6%	2,9%	4,5%	5,3%

Vorläufige Zahlen bestätigt

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts für 2020, des ersten Geschäftsberichts für den Konzern in seiner heutigen Form, hat IGP Advantag die bereits im April veröffentlichten vorläufigen Zahlen weitgehend bestätigt. Demnach hat IGP letztes Jahr 37,9 Mio. Euro umgesetzt und dabei ein EBITDA von 5,2 Mio. Euro verdient. Das EBIT ist mit knapp 2,9 Mio. Euro sogar minimal besser ausgefallen als vorläufig gemeldet (2,8 Mio. Euro). Auf dieser Basis erreichte der Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheitsanteilen, wie vorläufig gemeldet, 1,1 Mio. Euro.

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

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Zwei Großprojekte prägend

Zuzüglich der Bestandsveränderungen (+0,5 Mio. Euro), der aktivierten Eigenleistungen (0,2 Mio. Euro) und der sonstigen betrieblichen Erträge (0,5 Mio. Euro) lag die letztjährige Gesamtleistung bei 39,1 Mio. Euro, wovon fast 44 Prozent auf zwei abgeschlossene Großprojekte entfielen: den Flughafen Berlin-Brandenburg mit einem Beitrag von 9,7 Mio. Euro und Allianz Treptowers in Berlin (früherer Projektname: The Cule) mit 7,5 Mio. Euro. Auch die wichtigsten aktuellen Projekte, der „Greenovation Campus“ in Berlin und der Gesundheitscampus „Weberquartier Steinfurt“, haben 2020 mit zusammen 2,4 Mio. Euro bereits in signifikanter Höhe zur Gesamtleistung beigetragen. Insgesamt dürfte IGP nach unseren Schätzungen über 31 Mio. Euro im Kerngeschäft Baudienstleistungen umgesetzt haben.

Zertifikatehandel rückläufig

Im Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten, dem Kerngeschäft der „alten“ Advantag AG, wurden im letzten Jahr 6,2 Mio. Euro Erlöst, was gegenüber dem Vorjahr einem Rückgang um 31 Prozent entspricht. Allerdings ist der Rückgang vor allem auf den zwischenzeitlichen Marktstillstand im Zuge des ersten Lockdowns im Frühjahr 2020 zurückzuführen, der sich in einem dramatischen Einbruch des Emissionspreises und in einer ausgeprägten Zurückhaltung der CO₂-Emittenten bemerkbar gemacht hat. Diese hatten ihre Käufe zurückgestellt, um die Liquidität zu schonen und den tatsächlichen Bedarf besser abschätzen zu können. Da die Zertifikate für ein Jahr bis April des Folgejahres vorgelegt werden müssen, wurde dieser Rückstau erst in den ersten Monaten 2021 aufgelöst und hat da für einen rasanten Kursanstieg und für starkes Wachstum im Handelsgeschäft von IGP gesorgt (siehe unten). Doch schon das zweite Halbjahr 2020 zeigte eine deutliche Belebung der Handelserlöse, die sich gegenüber den ersten sechs Monaten um 80 Prozent erhöhten.

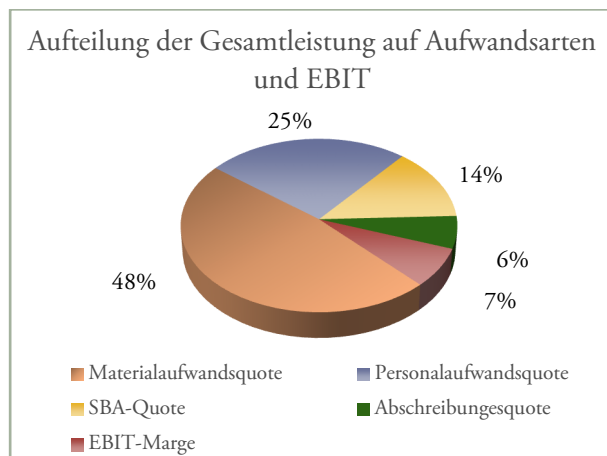
Handelsmarge deutlich verbessert

Deutlich verbessert hat sich im letzten Jahr hingegen die im Zertifikatehandel erzielte Marge. Lag diese im Schnitt der Jahre 2016 bis 2019 bei 1,1 Prozent und 2019 sogar nur noch bei 0,8 Prozent, konnte letztes Jahr ein Wert von knapp 3 Prozent erwirtschaftet werden. Ermöglicht wurde dies durch den steilen Anstieg des CO₂-Emissionspreises im zweiten Halbjahr sowie durch die verstärkten Bemühungen von IGP, den Anteil des Direktgeschäfts mit Emittenten zulasten des Zwischenhandels auszuweiten.

Aufwandsstruktur von Materialaufwand dominiert

Im Gesamtkonzern lag die Rohmarge (bezogen auf die berichtete Gesamtleistung) letztes Jahr bei 52,1 Prozent, was spiegelbildlich einer Materialaufwandsquote von 47,9 Prozent entspricht. In absoluten Zahlen summierte sich der Materialaufwand auf 18,7 Mio. Euro, wovon fast 6,0 Mio. Euro auf den Einkauf von Emissionszertifikaten entfielen. Der restliche Teil resultierte größtenteils aus bezogenen Fremdleistungen,

in denen sich die intensive Zusammenarbeit mit zahlreichen Partnerunternehmen außerhalb des Konsolidierungskreises widerspiegelt. Inklusive solcher Partnerunternehmen kann IGP auf die Kapazität von insgesamt rund 350 Mitarbeitern zurückgreifen, wovon der eigene Mitarbeiterstamm mit 147 (Jahresdurchschnitt 2020) weniger als die Hälfte ausmacht. Dementsprechend moderat fällt die Personalaufwandsquote aus, die letztes Jahr bei 26 Prozent lag. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich auf 5,2 Mio. Euro bzw. knapp 14 Prozent der Erlöse, während die Abschreibungen, die hauptsächlich auf den Firmenwert aus dem Reverse Takeover zurückzuführen sind, bei 2,4 Mio. Euro lagen (Relation zur Gesamtleistung: 6,2 Prozent).



Quelle: Unternehmen

Hohe rechnerische Steuerquote

Bei einem nahezu vernachlässigbaren Finanzergebnis von +22 Tsd. Euro ist das Vorsteuerergebnis fast identisch zum EBIT ausgefallen. Einen deutlich größeren Effekt hatten hingegen die Ertragssteuern, die sich mit 1,7 Mio. Euro auf 58 Prozent des Vorsteuerergebnisses summierten. Ursächlich für diese hohe rechnerische Steuerquote war die fehlende Abzugsfähigkeit der Goodwill-Abschreibungen, wodurch das zu versteuernde Ergebnis um 2,1 Mio. Euro über dem berichteten Wert lag.

Positiver Free-Cashflow, hohe Liquidität

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

ein Überschuss erzielt. Bei einem Investitions-Cashflow von -0,3 Mio. Euro (davon zwei Drittel für die Entwicklung der eigenen BIM-Software) resultierte daraus ein Free-Cashflow in Höhe von knapp 0,6 Mio. Euro. Ebenfalls positiv war der Cashflow-Saldo aus der Finanzierungstätigkeit (+0,8 Mio. Euro), wofür vor allem die Einzahlungen aus der kleinen Kapitalerhöhung im zweiten Halbjahr (Ausgabe von 220 Tsd. neuen Aktien) verantwortlich waren. In Summe hat sich die bilanzielle Liquidität im Jahresverlauf 2020 um 1,3 Mio. Euro auf 4,5 Mio. Euro erhöht. Bei Finanzverbindlichkeiten von lediglich 0,25 Mio. Euro entspricht diese weitgehend auch der Nettoliquidität, die sich somit zum Stichtag auf fast 10 Prozent der Bilanzsumme von 44,4 Mio. Euro belief.

Sehr hohe Eigenkapitalquote

Mehr als solide ist auch die Eigenkapitalausstattung. Mit 33,7 Mio. Euro machte das Eigenkapital Ende 2020 fast 76 Prozent der Bilanzsumme aus. Die zweitgrößte Position auf der Passivseite der Bilanz sind die Rückstellungen mit 4,4 Mio. Euro (davon 2,4 Mio. Euro Steuerrückstellungen), gefolgt von den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 3,9 Mio. Euro. Die Aktivseite der Bilanz ist hingegen eindeutig von dem Goodwill geprägt, der sich zum 31. Dezember auf 28,7 Mio. Euro belief und damit fast zwei Drittel der Bilanzsumme ausmachte. Das Sachanlagevermögen betrug lediglich 0,3 Mio. Euro und die aktivierten eigenen Entwicklungsleistungen (die BIM-Software [überbau]) lagen mit 0,5 Mio. Euro etwas darüber. Ein großes Volumen hatten die unfertigen Leistungen mit 11,9 Mio. Euro, denen aber in der Bilanz aktivistisch abgegrenzte erhaltene Anzahlungen in Höhe von 9,2 Mio. Euro gegenüberstanden. Saldiert lagen die unfertigen Leistungen somit bei 2,7 Mio. Euro. Auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen entfielen 5,7 Mio. Euro.

Weitere Übernahmen

Entsprechend den formulierten Zielen hat IGP in den letzten Monaten den Expansionskurs fortgesetzt. Einerseits wurde, wie angekündigt, die Zusammenführung der Gruppe durch die Übernahme der IGP Beteiligungen AG abgeschlossen (zum Buchwert von 1,0 Mio. Euro), wodurch nun auch deren Töchter und

Beteiligungen wie IGP Med GmbH, IGP Doors GmbH oder Conbene Improvement GmbH formal zum Konzern gehören. Andererseits wurden zwei weitere externe Zukäufe getätigt. Dazu gehört die Deep Green Funding GmbH – ein Startup, an dem sich IGP mit 25,1 Prozent beteiligt hat und das sich auf die Beratung und Unterstützung bei der Einwerbung von Fördermitteln im Rahmen der ökologischen Ausgestaltung von Immobilienprojekten spezialisiert hat. Das Unternehmen verfügt über eine große Expertise und eine eigene Datenbanklösung, um für grüne Immobilienprojekte (Modernisierung, Neubau etc.) den optimalen Mix aus Förderprogrammen identifizieren und sicherstellen zu können. Den Mehrwert der Beteiligung sieht IGP in der intensivierten Zusammenarbeit, die einerseits direkt den eigenen Projekten zugutekommt und andererseits den Vertrieb durch das Aufzeigen der vorhandenen Fördermöglichkeiten und der damit erzielbaren Einsparungen beflügeln soll. Gerade in den Schwerpunktsegmenten Bildungs- und Gesundheitsimmobilien sieht IGP dafür ein großes Potenzial.

Stärkung der Holzhybrid-Kompetenz

Bei der zweiten Akquisition handelt es sich um die Komplettübernahme der BRH Generalplaner GmbH aus Berlin durch die IGP-Tochter IGP Ingenieur. Das Unternehmen ist wie IGP als ganzheitlicher Baudienstleister (von der Grundlagenermittlung bis zur Betreuung des fertigen Objekts) tätig und erwirtschaftet einen Jahresumsatz im mittleren siebenstelligen Bereich bei einer deutlich zweistelligen EBITDA-Marge. Eine besondere Stärke von BRH ist nach IGP-Angaben der Holzbau. Unter anderem war die neue Konzerntochter schon vor der Übernahme eng in das Greenovation-Konzept eingebunden und dort für die Architekturfragen verantwortlich, darüber hinaus wurde sie von Deutsche Wohnen mit der Entwicklung eines Konzepts für ein Quartiersentwicklungsprojekt in Holzhybridbauweise beauftragt. Gerade diesen Aspekt sieht IGP für sich als potenzialträchtig an, weil damit die eigene Positionierung im nachhaltigen Wohnungsbau gestärkt werden könnte. Um das gute Standing der neuen Tochter im Zielmarkt vollumfänglich nutzen zu können, soll sie innerhalb des Konzerns als eine eigenständige Einheit unter dem ei-

genen Namen fortgeführt und weiterhin vom bisherigen Führungsteam geleitet werden. Dieses hat sich nach Angaben von IGP vertraglich verpflichtet, mindestens fünf weitere Jahre im Amt zu bleiben. Den Kaufpreis für die Akquisition beziffert IGP auf einen mittleren einstelligen Millionenbetrag, der in zwei Raten in bar beglichen werden soll.

Prognose angehoben

Aufgrund der Übernahme der BRH Generalplaner GmbH, die laut IGP zum 1. April konsolidiert werden soll, hat der Vorstand seine eigene Prognose für das Gesamtjahr 2021 angehoben. Die Gesamtleistung wird nun in der Spanne zwischen 47 und 50 Mio. Euro erwartet (bisher: 43 bis 45 Mio. Euro) und soll ein EBITDA von 5 bis 7 Mio. Euro (zuvor: 4 bis 5 Mio. Euro) ermöglichen. Einen deutlich höheren Beitrag als 2020 dürfte dabei der Zertifikathandel erbringen, der nach Unternehmensangaben im bisherigen Jahresverlauf ganz stark von den Nachholeffekten aus 2020 sowie von der Ausweitung des CO2-Regulierungsrahmens auf weitere Branchen und dem dadurch bedingten starken Preisanstieg profitiert hat und bereits im ersten Halbjahr den Umsatz des gesamten Vorjahrs deutlich übertroffen haben dürfte. Aber auch für das Kerngeschäft zeigt sich das Management sehr zuversichtlich und begründet dies mit der sehr guten Auftragslage sowie dem planmäßigen Fortgang der Projekte. Auch die in der Öffentlichkeit zuletzt sehr prominente Problematik der Lieferengpässe und Preissteigerungen im Baubereich (vor allem beim Bauholz) sieht IGP für sich als derzeit nicht gravierend an und verweist auf Nachfrage auf bestehende Lieferverträge.

Schätzungen deutlich modifiziert

Wie in unserem letzten Update von Ende April angekündigt, haben wir die Veröffentlichung des Geschäftsberichts zum Anlass genommen, unsere Schätzungen zu aktualisieren. Aus den Abschlusszahlen 2020 hat sich dabei nur ein geringer Änderungsbedarf ergeben, der einige Bilanzpositionen sowie die Aufwandsstruktur betraf. Darüber hinaus haben wir die diesjährigen Zukäufe in das Modell integriert, wovon vor allem die Übernahme von BRH für größere Anpassungen sorgte. Die größten Verschiebungen haben

sich aber durch die im Frühjahr gemeldeten Großaufträge ergeben, bei denen IGP als Generalübernehmer fungieren wird. Dadurch wird das gesamte Projektvolumen, was sich allein im ersten Bauabschnitt in Steinfurt auf 50 Mio. Euro beläuft, in der IGP-GuV abgebildet. Da wir davon ausgehen, dass zumindest diejenigen Projekte, die sich im (Teil-)besitz von Personen aus dem Umkreis von IGP befinden, ebenfalls komplett an das Unternehmen vergeben werden, und da BRH ebenfalls Erfahrung als Generalübernehmer einbringt, haben wir angenommen, dass derartige Aufträge in Zukunft eine signifikante Rolle spielen werden.

Umsatzreihe angehoben

Infolgedessen haben wir die Umsatzreihe ab 2022 deutlich angehoben. Hatten wir für das kommende Jahr bisher mit einem Umsatz von 46 Mio. Euro gerechnet, kalkulieren wir nun mit 62 Mio. Euro. Durch die Fortschreibung dieser Änderung sowie durch weitere Anhebungsschritte in den Folgejahren liegt der Zielumsatz des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 nun bei 130,9 Mio. Euro und damit fast beim Doppelten des alten Wertes. Darin enthalten sind auch die Beiträge aus der Entwicklung konzerneigener Projekte, in die der Einstieg mit der geplanten Entwicklung des Areals Jagdschloss Fürstenwalde/ Spree erstmals vollzogen wurde. Da sich dieses Vorhaben noch in einem frühen Stadium befindet, haben wir das Thema eigene Projekte in dem Modell noch in einer sehr vereinfachten und pauschalierten Form erfasst. Dies werden wir in Zukunft mit dem steigenden Konkretisierungsgrad der Projekte schrittweise ändern.

Niedrigere Rohmarge

Aus der Integration des gesamten Bauvolumens der Generalübernehmer-Projekte in das Modell ergeben sich neben höheren Erlösen auf der anderen Seite

deutlich höhere Aufwendungen für bezogene Leistungen, weswegen wir spiegelbildlich zum erhöhten Umsatz die unterstellte Rohmarge reduziert haben. Auf die Rohmarge ausgewirkt haben sich zwar auch die angehobenen Schätzungen bezüglich des Umsatzes und der Rohmarge des Zertifikatehandels und die etwas reduzierten Annahmen bezüglich der Dynamik im Softwaregeschäft, doch die entscheidende Änderung resultiert aus der Ausweitung der Aktivitäten als Generalübernehmer. So rechnen wir für das nächste Jahr statt mit 49 Prozent nun mit 44,6 Prozent. Im Zeitablauf wächst der Abstand weiter an, für das Jahr 2028, für das wir bisher mit 53 Prozent kalkuliert hatten, setzen wir nun knapp 39 Prozent an.

Niedrigere Aufwandsquoten

Obwohl wir angesichts des deutlich erhöhten Umsatzvolumens auch die Schätzungen für den Personalaufwand und für den sonstigen betrieblichen Aufwand angehoben haben, sind die entsprechenden Aufwandsquoten nun dennoch spürbar niedriger als zuvor. Gleichwohl überwiegt im Hinblick auf die Entwicklung der EBIT-Marge der dämpfende Effekt aus der Reduktion der Rohmarge, weswegen wir für die nächsten Jahre zwar nun mit höheren absoluten EBIT-Werten, aber mit einer niedrigeren durchschnittlichen Umsatzrentabilität kalkulieren. So sehen wir die EBIT-Marge am Ende des detaillierten Prognosezeitraums nun bei 12,4 Prozent, während wir bisher mit 19,1 Prozent gerechnet hatten.

2021 im Rahmen der Guidance

Angepasst haben wir auch die Schätzungen für 2021, wenn auch nicht in dem Umfang wie für die Folgejahre. Den Umsatz, den wir bisher auf 42,6 Mio. Euro angesetzt hatten, erwarten wir nun bei 48,6 Mio. Euro und liegen damit innerhalb der Zielspanne des Managements. Das gilt auch für die EBITDA-Schätzung, die mit 6,0 Mio. Euro nahezu unverändert geblieben

Erlösmodell (Mio. Euro)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Dienstleistungen	31,8	43,4	60,6	78,6	82,5	86,6	91,0	95,5
Software	0,4	0,7	1,0	1,3	1,8	2,4	2,9	3,5
Emissionshandel	16,4	18,0	19,8	21,8	23,9	26,3	29,0	31,9
Umsatz gesamt	48,6	62,0	81,3	101,7	108,3	115,3	122,9	130,9

Schätzungen SMC-Research

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	48,6	62,0	81,3	101,7	108,3	115,3	122,9	130,9
Umsatzwachstum		27,7%	31,1%	25,1%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBIT-Marge	7,5%	9,5%	11,7%	9,7%	10,4%	11,1%	11,8%	12,4%
EBIT	3,6	5,9	9,5	9,9	11,2	12,8	14,4	16,2
Steuersatz	51,9%	44,8%	40,3%	40,0%	39,1%	38,4%	37,7%	37,2%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	2,6	3,8	3,9	4,4	4,9	5,4	6,0
NOPAT	1,8	3,3	5,7	5,9	6,8	7,9	9,0	10,2
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	2,7	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,1	6,0	8,6	8,9	9,9	11,0	12,2	13,5
- Zunahme Net Working Capital	-1,0	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-4,5	-4,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
Free Cashflow	-1,4	1,6	7,1	6,9	7,8	8,7	9,7	10,8

SMC Schätzmodell

ist (bisher: 5,9 Mio. Euro). Beim EBIT und Nettoergebnis korrespondiert dies mit der Erwartung von 3,6 respektive 1,8 Mio. Euro (bisher: 3,4 bzw. 1,6 Mio. Euro). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Anschließend arbeiten wir zur Ermittlung des Terminal Value unverändert mit einem 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge, auch das „ewige“ Cashflow-Wachstum taxieren wir wie bisher auf 1,0 Prozent p.a. Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite 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 9,7 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 25 Prozent und einem Steuersatz für den Tax-Shield von 33 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 7,9 Prozent.

Kursziel: 3,60 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,9 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 98,8 Mio. Euro bzw. 3,56 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,60 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber dem letzten Update (3,20 Euro) ist vor allem auf die erhöhte Umsatz- und Gewinnreihe durch die Integration der im ersten Halbjahr akquirierten und der erwarteten Großaufträge in das Modell zurückzuführen.

Schätzrisiko gesunken

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2020 hat IGP erstmals einen Abschluss für den Konzern in seiner heutigen Form vorgelegt. Da damit nun belastbare Daten über die Bilanz- und GuV-Struktur vorliegen, ist hinsichtlich unserer Schätzungen ein ge-

wichtiger Unsicherheitsfaktor weggefallen, weswegen wir die Einstufung der Prognoseunsicherheit von zuvor fünf auf vier Punkte (von sechs möglichen Punkten) absenkten.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,9 und 8,9 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 2,87 und 4,80 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,9%	4,80	4,48	4,21	3,98	3,79
7,4%	4,34	4,08	3,86	3,67	3,51
7,9%	3,95	3,74	3,56	3,41	3,27
8,4%	3,63	3,46	3,30	3,17	3,06
8,9%	3,35	3,21	3,08	2,97	2,87

Fazit

Das erste Geschäftsjahr nach dem Reverse Takeover hat IGP Advantag erfolgreich absolviert. Bei einem Umsatz von 37,9 Mio. Euro, einer zweistelligen EBITDA-Marge von 13,8 Prozent und einem Nettogewinn von 1,1 Mio. Euro wurde das Ertragspotenzial der Positionierung als ein Full-Service-Baudienstleister mit einem starken Fokus auf ökologisches Bauen eindrucksvoll gezeigt.

Noch stärker kommen die Potenziale unseres Erachtens aber in der aktuellen Auftragslage, die von mehreren Großprojekten mit einer klaren Nachhaltigkeitsorientierung geprägt ist, zum Ausdruck. Mit dieser Ausrichtung, die im laufenden Jahr durch die Beteiligung an einem Experten für grüne Förderprogramme sowie durch die Übernahme eines Spezialisten für die Holzhybridbauweise weiter gestärkt wurde, erwartet IGP gerade in den adressierten Marktsegmenten Gesundheit und Bildung eine starke Nachfrage.

Wir haben unsere Schätzungen in Reaktion auf die Abschlusszahlen 2020, die BRH-Übernahme und vor allem die Großaufträge als Generalübernehmer im größeren Umfang aktualisiert und sehen den fairen Wert nun bei 3,60 Euro je Aktie. Damit signalisiert unser Bewertungsmodell für die Aktie trotz der sehr starken Performance seit unserer Erststudie weiterhin ein beträchtliches Aufwärtspotenzial. Gleichzeitig hat in den letzten Monaten dank der weitgehend plan- und ankündigungsgemäßen Entwicklung sowie durch Vorlage des ersten Geschäftsberichts nach dem Reverse Takeover und durch die dadurch verbesserte Informationsbasis die Schätzunsicherheit abgenommen. Wir haben dies mit einer Reduktion der Risikoeinstufung gewürdigt. Gemäß unserem Urteilsschema ist dadurch die Änderung des Votums von zuvor „Speculative Buy“ auf „Buy“ möglich, die wir hiermit vollziehen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	29,8	30,6	31,1	29,1	27,3	25,4	23,5	21,6	19,6
1. Immat. VG	29,3	28,2	28,2	26,2	24,1	22,0	20,0	17,9	15,8
2. Sachanlagen	0,3	1,2	1,8	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,7
II. UV Summe	14,6	15,1	17,7	24,9	31,5	38,0	45,1	52,8	61,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	33,7	35,2	37,9	42,5	46,6	50,5	55,0	60,2	66,0
II. Rückstellungen	4,4	3,9	4,2	4,4	4,7	4,9	5,2	5,4	5,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
2. Kurzfristiges FK	5,9	6,4	6,7	7,0	7,4	7,8	8,3	8,7	9,1
BILANZSUMME	44,4	45,7	48,9	54,1	58,9	63,5	68,6	74,5	80,9

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	37,9	48,6	62,0	81,3	101,7	108,3	115,3	122,9	130,9
Gesamtleistung	38,6	50,8	64,5	84,2	104,9	111,6	118,8	126,4	134,6
Rohertrag	19,8	22,9	27,7	34,8	40,5	42,9	45,3	47,9	50,6
EBITDA	5,2	6,0	8,6	12,5	12,9	14,3	15,9	17,7	19,6
EBIT	2,9	3,6	5,9	9,5	9,9	11,2	12,8	14,4	16,2
EBT	2,9	3,7	5,9	9,5	9,9	11,3	12,9	14,6	16,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	1,2	1,8	3,3	5,7	6,0	6,9	8,0	9,1	10,3
JÜ	1,1	1,8	3,3	5,7	6,0	6,9	8,0	9,1	10,3
EPS	0,04	0,06	0,12	0,21	0,21	0,25	0,29	0,33	0,37

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	0,9	3,1	5,6	8,0	8,1	9,0	10,1	11,2	12,4
CF aus Investition	-0,3	-4,5	-4,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
CF Finanzierung	0,8	-0,2	-0,6	-1,1	-1,9	-3,0	-3,4	-4,0	-4,6
Liquidität Jahresanfa.	3,2	4,5	2,9	3,9	9,9	15,0	19,9	25,2	31,1
Liquidität Jahresende	4,5	2,9	3,9	9,9	15,0	19,9	25,2	31,1	37,6

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	2,1%	28,4%	27,7%	31,1%	25,1%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Rohermargemarge	52,4%	47,1%	44,6%	42,8%	39,9%	39,6%	39,3%	39,0%	38,7%
EBITDA-Marge	13,8%	12,4%	13,9%	15,4%	12,7%	13,2%	13,8%	14,4%	14,9%
EBIT-Marge	7,6%	7,5%	9,5%	11,7%	9,7%	10,4%	11,1%	11,8%	12,4%
EBT-Marge	7,7%	7,5%	9,5%	11,7%	9,8%	10,5%	11,2%	11,9%	12,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,0%	3,6%	5,2%	7,0%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 06.07.2021 um 11:30 Uhr fertiggestellt und am 06.07.2021 um 12:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kursentwicklung 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
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.