

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 10,50 Euro

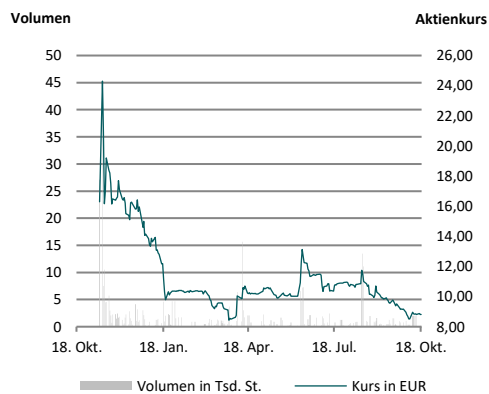
Kurspotenzial: +19 Prozent

Aktien Daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	8,82 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	12,47
Marktkap. (in Mio. Euro)	110,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	105,8
Ticker	HIGH
ISIN	DE000A3DSV01

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	40,50
52 Wochen-Tief (in Euro)	6,48
3 M relativ zum CDAX	-11,3%
6 M relativ zum CDAX	-5,1%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	15,7%
HOFY4 GmbH	22,7%
CDXX VuV GmbH	22,7%
PiFriba GmbH	17,9%
Think.Health GmbH & Co. KG	12,7%
Andere	8,4%

Termine

H1-Bericht	23. Oktober 2023
EKF	28. November 2023

Prognoseanpassung

	2023e	2024e	2025e
Umsatz (alt)	26,7	46,3	75,2
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	-3,6	-2,4	1,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	-0,24	-0,13	0,10
Δ in %	-	-	-

Analysten

Tim Kruse, CFA	Nils Scharwächter
+49 40 41111 37 84	+49 40 41111 37 86
t.kruse@montega.de	n.scharwaechter@montega.de

Publikation

Erststudie	19. Oktober 2023
------------	------------------

HIGHflyer der deutschen Cannabis-Branche

Die **Cantourage Group SE**, der marktführende Großhändler auf dem deutschen medizinischen Cannabismarkt, hat sich zum Ziel gesetzt, die noch junge Industrie durch einen plattformbasierten Geschäftsmodellansatz zu revolutionieren. Hierzu ermöglicht die sog. **Fast-Track-Access-Plattform** den globalen Cannabisanbauern, den attraktiven und stark wachsenden europäischen Markt mit Rohware zu beliefern. So verknüpft Cantourage den qualitativ hochwertigen Anbau mit der jahrelangen Branchenerfahrung und folglich Expertise hinsichtlich der nationalen Regulatorik, den komplexen Einfuhr- und Genehmigungsverfahren sowie der Weiterverarbeitung und dem Vertrieb mit vorliegenden Zertifizierungen.

Das mittlerweile rd. 50 Lieferanten aus über 15 verschiedenen Ländern umfassende **Partnernetzwerk** von Anbauern führt dazu, dass die Cantourage Gruppe ein einzigartig **breites Produktportfolio** (vorwiegend Blüten und Dronabinol) führt. Der Absatz erfolgt insbesondere über spezialisierte Apotheken.

Nachfrageseitig ist zwischen dem in weiten Teilen der Welt bereits legalisierten Medizin- und dem sich schrittweise öffnenden Freizeitmarkt zu unterscheiden. Ersterer ist in Deutschland bereits seit 2017 etabliert und betrug im vergangenen Jahr rd. 250 Mio. Euro. Das geplante **Cannabisgesetz (CanG) dürfte durch die weitere Liberalisierung zu einer Vervielfachung des Marktes in Deutschland führen**. Weitaus größer ist, wie die Entwicklung in Nordamerika und Kanada zeigt, der Freizeitmarkt, der jedoch in den Ländern regulatorisch stark unterschiedlich behandelt wird.

In einem **kompetitiven Marktumfeld** ist es Cantourage gelungen, durch den innovativen Plattformansatz eine attraktive Wettbewerbsposition als vertrauensvoller Partner einzunehmen und von den Anbauern als „Enabler“ wahrgenommen zu werden. Daher erwarten wir für Cantourage eine noch dynamischere Entwicklung als der Gesamtmarkt, die insbesondere von dem **breiten Produktportfolio**, der bereits **erfolgreichen Etablierung** auf dem Medizinmarkt sowie der dank des plattformbasierten Asset Light-Geschäftsmodells **hohen Flexibilität** gestützt werden sollte. So erwarten wir eine **Top Line CAGR 2023e-2026e** von 65,0% p.a. Ergebnisseitig geht das starke Wachstum mit entsprechenden Strukturkosten in der aktuellen Aufbauphase einher, weshalb wir erst in 2025 von einer spürbaren Ergebnisverbesserung ausgehen und aufgrund der Skalierbarkeit der Plattform mit **sukzessiven Ergebnisverbesserungen auf ein Margenniveau von >10%** rechnen.

Beim EBITDA hat Cantourage schon in H1/23 den Break-Even erreicht und dürfte damit vielen Unternehmen der Branche voraus sein. Diese hat in den vergangenen Jahren einen regelrechten Hype erfahren, der von **zahlreichen IPOs** im internationalen Umfeld begleitet war. Die Ertrags Erwartungen vieler Marktbegleiter haben sich jedoch nicht erfüllt, was mit **enorm rückläufigen Kursentwicklungen in der Branche einherging**. Unternehmen wie Cantourage könnten jedoch dazu beitragen, dass sich das Sentiment für den Sektor langsam wieder aufhellt, da die Marktperspektiven u.E. durchaus vielversprechend sind.

Fazit: Wir sehen die aussichtsreiche Marktpositionierung und die zusätzlichen Wachstumsperspektiven durch das CanG im aktuellen Kursniveau noch nicht hinreichend reflektiert und empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von 10,50 Euro zum Kauf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	5,2	14,1	26,7	46,3	75,2
Veränderung yoy	884,7%	170,4%	89,0%	73,7%	62,5%
EBITDA	-0,8	-2,5	0,3	1,6	6,0
EBIT	-1,0	-6,3	-3,6	-2,4	1,8
Jahresüberschuss	-1,2	-6,8	-3,0	-1,7	1,3
Rohertagsmarge	35,1%	20,9%	35,0%	36,5%	37,5%
EBITDA-Marge	-15,8%	-17,9%	1,0%	3,5%	8,0%
EBIT-Marge	-18,6%	-44,9%	-13,6%	-5,2%	2,4%
Net Debt	-2,1	-4,1	-2,8	-1,4	-1,8
Net Debt/EBITDA	2,5	1,6	-10,4	-0,8	-0,3
ROCE	-18,6%	-28,9%	-10,9%	-7,5%	5,5%
EPS	-0,10	-0,55	-0,24	-0,13	0,10
FCF je Aktie	-0,14	-0,15	-0,11	-0,11	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	20,3	7,5	4,0	2,3	1,4
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	398,9	65,4	17,6
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	59,6
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	88,2
KBV	9,3	2,9	3,1	3,3	3,2

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro Kurs: 8,82 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Rechtslage: Medizinisches Cannabis in weiten Teilen legal, Freizeitgebrauch nicht	5
Rechtliche Rahmenbedingungen zum Cannabiskonsum in Europa	5
Markt für Cannabis im Umbruch – medizinisches Cannabis auf dem Vormarsch	7
GMP-Herstellung als wesentliches Differenzierungsmerkmal ermöglicht hohe Flexibilität und geringe Kapitalbindung	10
Flexibles Geschäftsmodell ermöglicht weitere Marktanteilsgewinne im wachsenden Marktumfeld	13
Skalierbarkeit der Plattform und Asset Light-Geschäftsmodell ermöglichen zweistellige EBITDA-Margen	14
Bilanzstruktur durch reverse IPO verzerrt – normalisierte Werte illustrieren Asset Light-Geschäftsmodell	16
Amortisationen und wachstumsbedingter Working Capital-Aufbau bestimmen den Cash Flow – FCF erreicht voraussichtlich in 2025 den Break-Even	17
Sentiment für Cannabis Aktien deutlich belastet – Newsflow für Cantourage dürfte aber positiv bleiben	18
Bewertung	19
Fazit	20
SWOT	21
Stärken	21
Schwächen	21
Chancen	22
Risiken	22
Bewertung	23
DCF-Modell	23
Peergroup-Vergleich	25
Unternehmenshintergrund	26
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	26
Konsolidierungskreis	27
Segmentbetrachtung	28
Management	28
Aktionärsstruktur	30
Anhang	31
Disclaimer	35

INVESTMENT CASE

Die Cantourage Group SE ist einer der führenden Großhändler von medizinischem Cannabis in Deutschland. Das in 2019 gegründete und seit Dez. 2022 im Freiverkehr der Deutschen Börse gelistete Unternehmen erwirbt Cannabis-Rohmaterial (vornehmlich Blüten) von ausgewählten und geprüften Cannabisanbauern auf der ganzen Welt. Die Cannabisanbauer stehen in den jeweiligen Ländern für den Anbau von medizinischem Cannabis unter staatlicher Kontrolle und müssen die globale „Guideline on Good Agricultural and Collection Practice“ (GACP) einhalten. Cantourage übernimmt für die Hersteller in einem optimierten Prozess (die sogenannte Fast-Track-Access-Plattform) die komplexen Einfuhr- und Genehmigungsverfahren für den Import nach Europa und erhält hierfür eine Vorabgebühr. Anschließend verarbeitet Cantourage den Rohstoff unter Einhaltung der EU-Anforderungen zur Guten Herstellungspraxis (GMP) zu Endprodukten wie konfektionierten Blüten und Wirkstoffextrakten. Dabei verkauft Cantourage zwar unter eigenem Namen und auf eigene Rechnung, agiert aber bilanziell als Kommissionär und trägt daher kein Warenrisiko. Der Absatz erfolgt über Großhändler, per Export ins europäische Ausland und vor allem über spezialisierte Apotheken. Der Patient erhält dort gegen Vorlage einer entsprechenden Verordnung vom Arzt das Cannabis-Produkt, das nach vorheriger Bewilligung von den Krankenkassen erstattet oder vom Patienten bezahlt wird (sogenannte „Selbstzahler“). In Großbritannien betreibt Cantourage über eine Tochtergesellschaft zudem noch eine private Klinik, die auf Telemedizin für Cannabisbehandlungen spezialisiert ist.

Key Facts

Ticker	HIGH	Umsatz	14,0 Mio. Euro
Sektor	Pharma & Healthcare	EBIT	-6,3 Mio. Euro
Mitarbeiter	rd. 40	EBIT-Marge	n.m.
Kundenfokus	Endkunden über Apotheken		
Dienstleistung	Import und Vertrieb von medizinischem Cannabis		
Standorte	Berlin, London, Hertfordshire, Warschau		

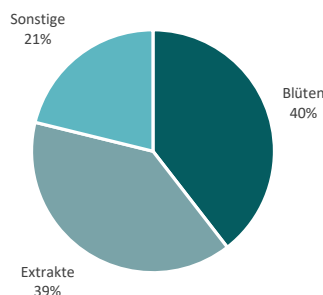
Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2022

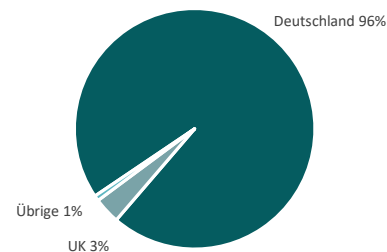
Mit einem Anteil von rund 40% wird der überwiegende Teil der Erlöse von Cantourage mit Cannabisblüten gemacht. Hier verfügt das Unternehmen über ein Sortiment von mehr als 100 verschiedenen Blütensorten von über 40 Anbauern aus über 15 Ländern. Die Blütensorten unterscheiden sich je nach Zucht vor allem durch den Gehalt der wesentlichen Wirkstoffe Tetrahydrocannabinol (THC oder Dronabinol) und Cannabidiol (CBD). Ersterer hat die bekanntlich psychoaktive Wirkweise und fällt unabhängig von der Verarbeitungsform (Blüte oder Öl) unter das Betäubungsmittelgesetz. CBD-Produkte sind bis zu einem THC-Gehalt von 0,2% in Apotheken oder stationären Fachgeschäften frei verkäuflich. Diese Extrakte aus den Cannabisblüten machen einen Umsatzanteil von knapp 40% bei Cantourage aus. Darüber hinaus erhält das Unternehmen von den Produzenten eine Einmalzahlung für das regulatorische Onboarding und das Aufsetzen der Qualitätssicherung in der Belieferung. Diese bewegen sich im hohen fünfstelligen bzw. niedrigen sechsstelligen Bereich und standen in 2022 für einen Top Line-Beitrag von ca. 21% (MONE).

Die wesentlichen Absatzregionen des Unternehmens sind Deutschland, Großbritannien und Polen. Aufgrund der notwendigen regulatorischen Zulassungen ist die Gruppe in den Ländern jeweils mit einer eigenen Tochtergesellschaft vertreten. Die Dachgesellschaft in Großbritannien ist zu 49% Prozent im Besitz des lokalen Managements.

Umsatz nach Produktgruppen



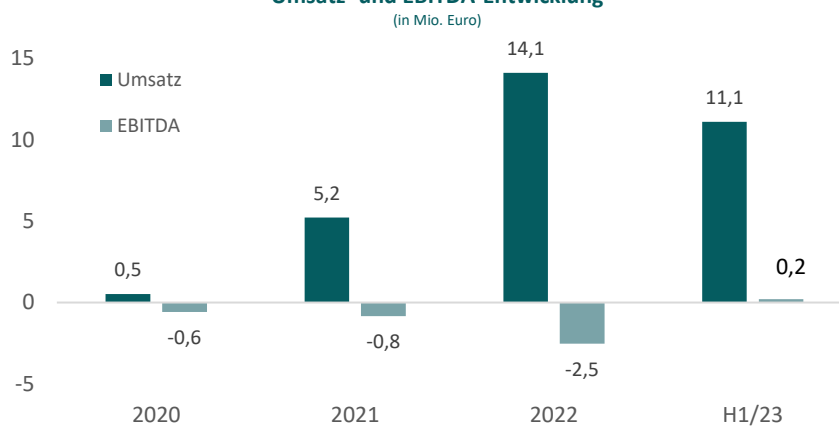
Umsatz nach Regionen



Quelle: Montega

Das Unternehmen hat seit seiner Gründung mit jeweils dreistelligen Wachstumsraten in den folgenden Geschäftsjahren eine sehr dynamische Entwicklung genommen und die Marktanteile in Folge dessen stark ausgebaut. Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte der Umsatz gegenüber dem Vorjahr auf rund 14,2 Mio. Euro knapp verdreifacht werden. Aufgrund der starken Ausweitung der Kapazitäten und damit verbundenen sprunghaften Kosten verschlechterte sich das EBITDA trotz der deutlichen Erlössteigerungen auf -2,5 Mio. Euro. Hierin sind ebenfalls Einmalkosten in Höhe von ca. 0,5 Mio. Euro für das Listing der Aktie im Scale-Segment der Frankfurter Börse zum Jahresende 2022 enthalten. Im ersten Halbjahr 2023 setzte sich der erfolgreiche Wachstumskurs mit einem Umsatzplus von rund 90% auf 11,1 Mio. Euro weiter fort. Zudem wurde erstmals mit einem EBITDA von 0,2 Mio. die Break Even-Schwelle auf Basis des Betriebsergebnisses vor Abschreibungen erreicht. Für das laufende Jahr erwartet das Unternehmen eine Umsatzsteigerung im oberen zweistelligen Prozentbereich.

Umsatz- und EBITDA-Entwicklung

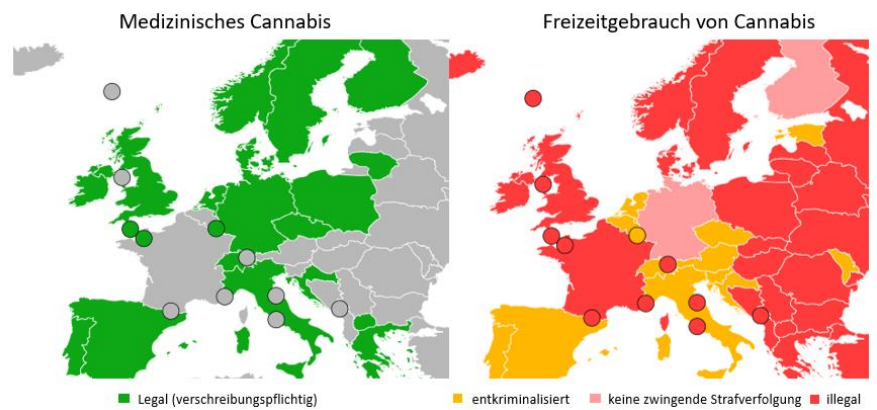


Quelle: Unternehmen

Rechtslage: Medizinisches Cannabis in weiten Teilen legal, Freizeitgebrauch nicht

Der rechtliche Rahmen im Umgang mit Cannabis variiert in den verschiedenen europäischen Ländern erheblich. Grundsätzlich muss bei der Betrachtung der Unterschied zwischen Cannabis für den medizinischen und für den Freizeitgebrauch gemacht werden. Der grundlegende Gedanke bei der Legalisierung von Cannabis, ob medizinisch oder für den Freizeitgebrauch, ist die Anerkennung und Regulierung des Zugangs zu Cannabisprodukten, um potenzielle gesundheitliche Risiken zu minimieren sowie den Schwarzmarkt einzudämmen. Eine Übersicht zum Legalisierungsstatus in den unterschiedlichen Ländern ist der folgenden Grafik zu entnehmen. Für Cantourage ist Deutschland mit einem Umsatzanteil von zuletzt ca. 98% mit Abstand der wichtigste Einzelmarkt und auch der größte Markt für medizinisches Cannabis in Europa. Perspektivisch dürften Großbritannien und Polen ebenfalls relevante Absatzregionen für die Gruppe werden, sodass die Rahmenbedingungen in diesen Ländern genauer betrachtet werden.

Rechtliche Rahmenbedingungen zum Cannabiskonsum in Europa

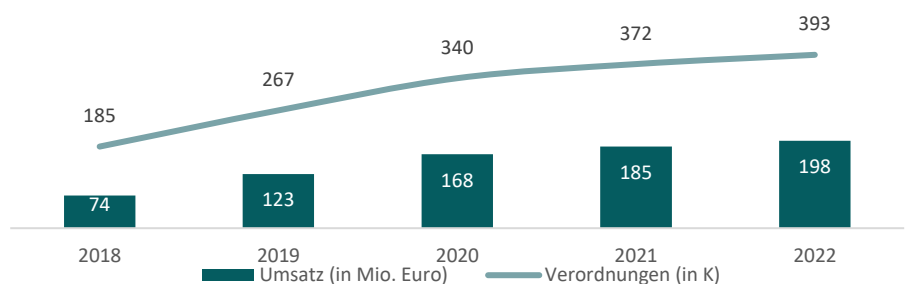


Quelle: Wikipedia

In **Deutschland** ist der rechtliche Rahmen für medizinisches Cannabis durch das Gesetz zur Änderung betäubungsmittelrechtlicher und anderer Vorschriften geregelt, das am 10. März 2017 in Kraft getreten ist. Nach dem deutschen Betäubungsmittelgesetz (BtMG) ist Cannabis grundsätzlich noch eine verbotene Substanz. Allerdings wurde eine Ausnahme für den medizinischen Gebrauch geschaffen. Ärzte können medizinisches Cannabis verschreiben, wenn sie begründet davon ausgehen, dass die Anwendung für den Patienten eine angemessene Behandlungsoption darstellt und eine positive Wirkung zu erwarten ist. Typische Anwendungsgebiete sind chronische Schmerzen, Spastiken bei Multipler Sklerose, Übelkeit und Erbrechen bei Chemotherapie oder Appetitlosigkeit bei HIV/AIDS.

Um medizinisches Cannabis zu erhalten, muss der Patient eine Cannabisverordnung als Betäubungsmittel-Rezept (BtM-Rezept) vom Arzt erhalten. Es gibt verschiedene Darreichungsformen für medizinisches Cannabis, wie getrocknete Blüten, Extrakte, Öle oder Kapseln. Die genaue Dosierung und Anwendung werden individuell vom behandelnden Arzt festgelegt.

Verordnungen und Erstattungen der GKV in DE



Quelle: GKV-Spitzenverband

Die Kosten für das medizinische Cannabis werden nach vorheriger Bewilligung von den Krankenkassen getragen oder die Patienten erhalten als sogenannte „Selbstzahler“ ein Privatrezept. Nach einer Erhebung der Barmer Krankenkasse wurden in den Jahren zwischen 2018 und 2021 ca. 70-80% der Anträge auf Kostenübernahmen bewilligt. Dabei ist die Anzahl der Verordnungen insgesamt in den letzten Jahren deutlich angestiegen.

Die Distribution erfolgt in Deutschland überwiegend mittels Versandapotheken, die sich zum Teil ausschließlich auf die Distribution von medizinischem Cannabis spezialisiert haben. Der Patient kann hier gegen Nachweis seiner Verordnung im Rahmen der gesetzlich vorgeschriebenen Mengen das Cannabis bequem per Post nach Hause bestellen. Eine Übersicht relevanter Apotheken für den deutschen Markt ist der folgenden Grafik zu entnehmen.

Auszug von Cannabis Apotheken in Deutschland



Quelle: Montega

Die aktuelle politische und öffentliche Diskussion über Cannabis in Deutschland richtet sich auf den Freizeitgebrauch (der sogenannte „recreational use“) und die entsprechende Legalisierung. Dazu hatten Bundesgesundheitsminister Karl Lauterbach (SPD) und Bundeslandwirtschaftsminister Cem Özdemir (Bündnis 90/Grüne) im Oktober 2022 ein im europäischen Vergleich recht ausführliches Eckpunktepapier veröffentlicht. Weil die weitreichenden Pläne der Legalisierung mit EU-Recht kollidierten, wurde im April dieses Jahres ein neuer Entwurf des Cannabis Gesetzes (CannG) veröffentlicht, der die folgenden Eckpunkte umfasst:

- Der Besitz von bis zu 25 Gramm Cannabis und das Mitführen zum Eigengebrauch soll straffrei sein.
- Der Eigenanbau von bis zu drei weiblichen, blühenden Pflanzen soll Personen ab 18 Jahren erlaubt sein.
- Die Gründung von Cannabis-Clubs soll ermöglicht werden, in denen Mitglieder sich mit Cannabis aus eigenem Anbau versorgen können.
- Cannabis und der Wirkstoff Tetrahydrocannabinol (THC) sollen künftig rechtlich nicht mehr als Betäubungsmittel eingestuft werden.
- Die Abgabe von Cannabis in lizenzierten Geschäften soll nur noch in regionalen Modellprojekten möglich sein. Diese sind auf fünf Jahre befristet und werden wissenschaftlich begleitet, um Vorbehalte der EU-Kommission auszuräumen.

Im Gesetzesentwurf ist außerdem sowohl die Obergrenze an THC-Gehalt geregelt, als auch der Ort für den Verzehr von Cannabis definiert. So ist der Konsum ausschließlich in den Cannabis-Clubs, nicht jedoch im Umkreis von 250 Metern um Schulen, Kitas, Spielplätzen, Jugendeinrichtungen und Sportstätten gestattet. In Fußgängerzonen ist der Konsum zwischen 7 und 20 Uhr ebenfalls nicht erlaubt. Die neue Einstufung von Cannabis und dem Wirkstoff THC wird dazu führen, dass Cannabis zu medizinischen Zwecken nicht mehr auf Betäubungsmittelrezept, sondern auf einem normalen Rezept verschrieben werden kann. Es ist davon auszugehen, dass insbesondere diese Erleichterung den Markt für medizinisches Cannabis in Deutschland nochmals deutlich beleben wird, da die Verschreibung eines Betäubungsmittels für viele Ärzte noch Hemmnisse darstellt. Zudem dürfte damit auch das Thema Telemedizin an Bedeutung gewinnen, das Cantourage in Deutschland mit der Telcan-Plattform adressiert. Neben der Neueinstufung von THC wird außerdem durch die Abschaffung der Nachweise für Abgabe und Sicherung der bürokratische Aufwand für die involvierten Parteien deutlich reduziert.

Auch wenn der Bundesrat sowie einige Verbände zuletzt Kritik an dem Entwurf geäußert haben, gehen wir von einem Inkrafttreten des Gesetzes mit den wesentlichen Eckpunkten im kommenden Jahr aus. Die Kritikpunkte betreffen insbesondere die Regelung der Kontroll- und Vollzugsaufgaben der Bundesländer, die laut der nachvollziehbaren Stellungnahmen so geregelt werden sollen, dass für sie kein zusätzlicher Personal- und Finanzbedarf entsteht. In den für den Investmentcase wesentlichen Punkten des CanG gibt es hingegen keine wesentlichen Einsprüche.

Während Deutschland mit dem CannG eine Vorreiterrolle in der Legalisierung von Cannabis in Europa einnimmt, sofern es nach der Sommerpause vom Parlament ratifiziert wird, hatten viele Marktteilnehmer auf eine weitreichendere Regelung für den Freizeitgebrauch gehofft. Aufgrund der geplanten Modellprojekte und der aktuellen Konflikte zur EU-Rechtsprechung gehen wir in den nächsten zwei bis drei Jahren nicht von einer Änderung der rechtlichen Rahmenbedingungen im Freizeitgebrauch von Cannabis in Deutschland aus.

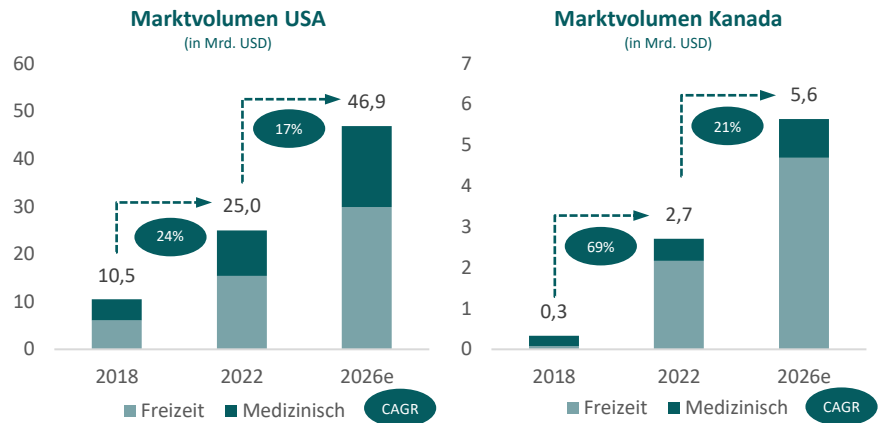
In **Großbritannien** wurde im November 2018 die Verwendung von medizinischem Cannabis unter bestimmten Bedingungen legalisiert. Gemäß den aktuellen Richtlinien kann medizinisches Cannabis wie in Deutschland nur auf ärztliche Verschreibung hin verwendet werden. Es wird erwartet, dass der zuständige Arzt über umfangreiche Erfahrungen in der Behandlung der betreffenden Erkrankung verfügt. Es wird normalerweise nur für Patienten mit schweren Erkrankungen oder Zuständen verschrieben, bei denen herkömmliche Behandlungen nicht ausreichend wirksam waren oder unerwünschte Nebenwirkungen verursachten. Zu den häufigsten Indikationen gehören schwere Formen von Epilepsie, Schmerzsymptome bei bestimmten Erkrankungen und Spastizität bei Multipler Sklerose. Ebenso wie in Deutschland haben sich in UK bereits mehrere spezialisierte Online-Kliniken etabliert, die Patienten per Telemedizin den Zugang zu einer Cannabis-Therapie ermöglichen. Auch Cantourage bietet über die britische Tochtergesellschaft Cantourage Clinic Ltd. einen solchen Service an.

Die NHS-Ärzte sowie Fachärzte in den Privatpraxen können sowohl Cannabisblüten, Extrakte und Cannabis-basierte Medikamente wie Epidyolex oder Sativex verschreiben. Wie in Deutschland erhalten die Patienten die Medikamente bzw. Blüten über Apotheken gegen Vorlage des Rezeptes. Aktuell gibt es u.E. keine belastbaren Anzeichen für eine Legalisierung von Cannabis für den Freizeitgebrauch in Großbritannien.

Polen hat im Jahr 2017 ein Gesetz verabschiedet, das Cannabis für bestimmte medizinische Zwecke legalisiert. Die genauen Bestimmungen und Verfahren für den Zugang zu medizinischem Cannabis sind im Vergleich zu anderen europäischen Ländern recht komplex und hängen von der individuellen medizinischen Situation ab. Ärzte müssen demnach spezielle Genehmigungen beantragen und bestimmte Kriterien erfüllen, um medizinisches Cannabis verschreiben zu können. Der Besitz und Verkauf von Cannabis für den Freizeitgebrauch sind illegal und unterliegen verhältnismäßig strengen Strafen.

Markt für Cannabis im Umbruch – medizinisches Cannabis auf dem Vormarsch

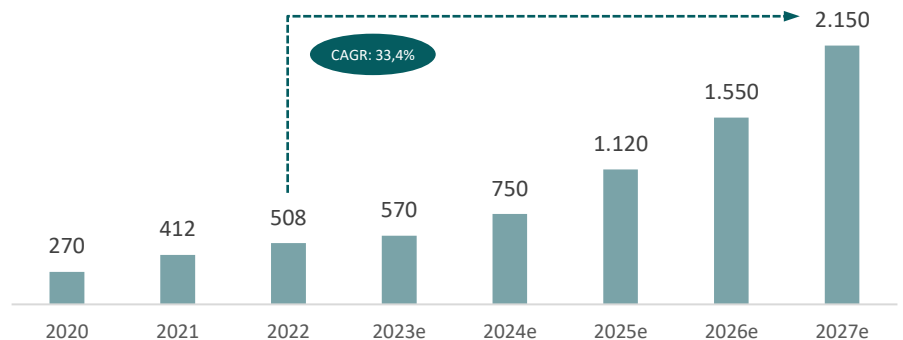
Weltweit hat der Markt für legal erzeugte Cannabisprodukte einen regelrechten Boom verzeichnet, was auf die jüngste Legalisierung von Cannabis für den Freizeitkonsum für Erwachsene in Kanada sowie in weiten Teilen der USA (derzeit 23 Staaten: u.a. Kalifornien, New York, Illinois und Michigan) zurückzuführen ist. Aufgrund des enormen Marktwachstums (siehe Grafik) hat sich insbesondere in Kanada aber auch in den USA eine gesamte Industrie um die Herstellung und den Vertrieb von Cannabis gebildet. Beide nordamerikanischen Märkte gehören zu den relevantesten Regionen für die Cannabis-Produktion. Entsprechend gab es insbesondere in Kanada eine Vielzahl an Cannabis IPOs mit derzeit über 20 gelisteten Titeln in diesem Sektor. Da kanadische Unternehmen im Gegensatz zu den Mitbewerbern aus den USA Cannabis exportieren dürfen, spielt das Land auch aufgrund der vorteilhaften Infrastruktur eine besondere Rolle im internationalen Cannabis-Handel.



Quelle: Statista Market Insights

Mit der Legalisierung von medizinischem Cannabis in weiten Teilen von Europa in den letzten Jahren hat die Welle der Cannabiseuphorie auch den europäischen Kontinent ergriffen. Zum Volumen des legalen Cannabis-Marktes in Europa gibt es eine Vielzahl an Aussagen, die je nach Abgrenzung recht stark voneinander differieren. Nach dem European Cannabis Report von Prohibition Partners hat der Markt für medizinisches Cannabis in Europa derzeit ein Volumen von rund 500 Mio. Euro und soll mit einem durchschnittlichen Wachstum von 33,4% p.a. bis 2027 auf über 2 Mrd. Euro weiter zulegen.

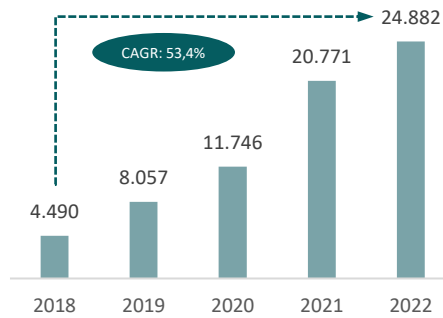
Medizinisches Cannabis in der EU
(in Mio. Euro)



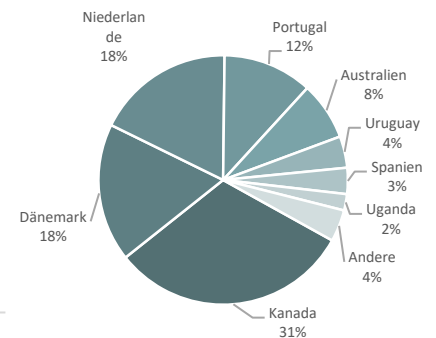
Quelle: New Frontier Data, Prohibition Partners

Die Marktentwicklung in Deutschland lässt sich anhand der Statistiken des Bundesinstituts für Arzneimittel und Medizinprodukte (BfArM) genau nachverfolgen. So veröffentlicht die Bundesopiumstelle quartalsweise die Einfuhrmengen der reinen sowie der für die Gewinnung von Extrakten benötigten Cannabisblüten. Demnach wurden in 2022 rund 25 Tonnen Cannabis für den medizinischen Gebrauch importiert. Im Vorjahr waren die wesentlichen Bezugsländer Kanada, Dänemark, die Niederlande und Portugal. Anhand der Importmengen sowie einem durchschnittlichen Absatzpreis für ein Gramm Cannabis von ca. 10-12 Euro kommt man auf ein Marktvolumen für medizinisches Cannabis in Deutschland von ca. 250-300 Mio. Euro in 2022. Diese Werte decken sich mit einer Marktstudie von Statista. Demnach soll der Markt für medizinisches Cannabis in Deutschland im Jahr 2022 ein Volumen von 250 Mio. Euro betragen haben und dürfte bis zum Jahr 2026 mit jährlich rund 18% auf ein Volumen von 500 Mio. Euro heranwachsen. Allerdings dürfte diese Betrachtung noch nicht die geplante Deklassifizierung von Cannabis und THC als Betäubungsmittel berücksichtigen, die u.E. dem Markt in Deutschland noch mal einen deutlichen Schub verleihen dürfte. Entsprechend erwarten wir für den deutschen Markt eher Wachstumsraten zwischen 40-50% p.a. in den kommenden Jahren.

Importmengen med. Cannabis DE
(in kg)



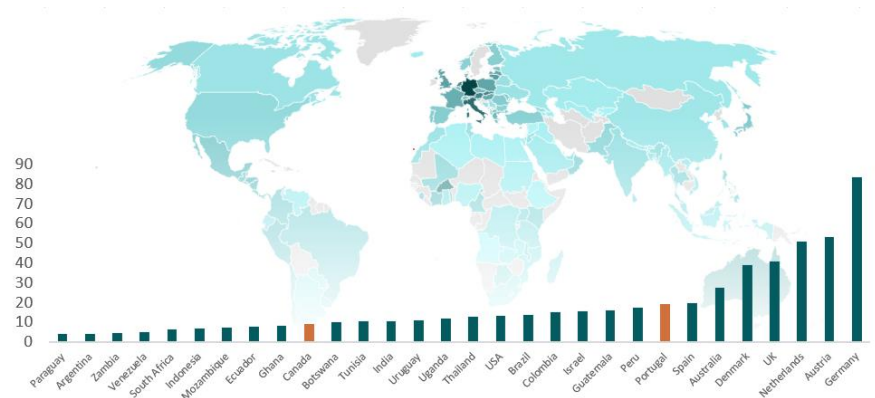
Bezugsländer 2021



Quelle: BfArM

Die bestimmenden Inputfaktoren für die Herstellung von Cannabis-Pflanzen sind zum einen Energiekosten, da der Anbau unter kontrollierten Bedingungen in Gewächshäusern erfolgt. Zum anderen sind im gesamten Herstellungsprozess viele manuelle Schritte notwendig, sodass Personalkosten einen ebenfalls bedeutenden Anteil bei der Produktion von Cannabis haben. Entsprechend ist es verständlich, dass sich die Produktion und der Import von medizinischem Cannabis zunehmend in Länder mit entsprechend niedrigen Energie- und Personalkosten wie Kanada oder Portugal verlagern und sich der Anbau in Nordeuropa aus ökonomischen Gesichtspunkten als global nicht wettbewerbsfähig zeigt. So musste beispielsweise der kanadische Hersteller Aurora Cannabis (TSX:ACB) die Produktionsstätte in Dänemark schließen.

Übersicht weltweiter Strompreise
(B2B Jahresende 2022 in € Cent)

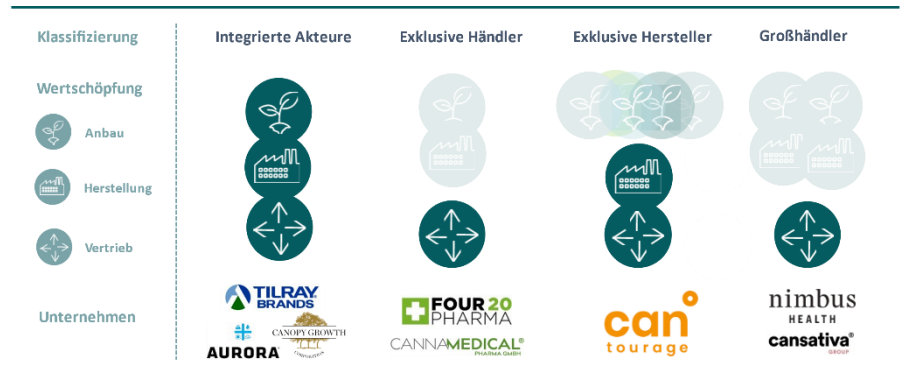


Quelle: www.GlobalPetrolPrices.com; Einheit ist in Cent/kWh

GMP-Herstellung als wesentliches Differenzierungsmerkmal ermöglicht hohe Flexibilität und geringe Kapitalbindung

Zur Beurteilung des insgesamt dynamischen und kompetitiven Marktumfelds für medizinisches Cannabis in Europa ist es hilfreich, die unterschiedlichen Typen von Akteuren am Markt zu klassifizieren. Entsprechend der folgenden Grafik kann diese Klassifizierung grundsätzlich anhand der drei Wertschöpfungsstufen Anbau, Herstellung und Vertrieb von Cannabis vorgenommen werden.

Schematische Marktstruktur für medizinisches Cannabis



Quelle: Montega

- Integrierte Akteure** bilden alle Bereiche der Wertschöpfung von Cannabis ab. Unternehmen wie Tilray und Canopy Growth haben in den vergangenen Jahren hunderte von Millionen Euro in Anbau- und Produktionskapazitäten in Kanada und weltweit investiert. Sie verfügen in den wesentlichen Anbau- und Absatzländern über die entsprechenden Lizenzen und können so direkt an die Absatzkanäle veräußern. Um die aufgebauten Infrastrukturen auszulasten sind diese Akteure zum überwiegenden Teil im Massengeschäft im unteren bis mittleren Preissegment vertreten. Tilray und Aurora verfügen zusammen mit der Berliner Firma Demecan über die exklusiven Anbaulizenzen in Deutschland. Aufgrund der hohen Erzeugerpreise und bislang überschaubar guten Qualität sind in Deutschland hergestellte Produkte nach Aussagen von Cantourage kaum wettbewerbsfähig.
- Exklusive Händler:** Dieser Archetyp von Händlern hat sich wie Cantourage auf den Premium Bereich der medizinischen Cannabisblüten fokussiert und in Zusammenarbeit mit kleineren kanadischen oder australischen Anbauern/Herstellern eine GMP-Zertifizierung für den deutschen bzw. europäischen Markt erlangt. Im Gegenzug für die Unterstützung bei diesem kosten- und zeitintensiven Prozess (hohe sechsstelligen Beträge über 12 bis 24 Monate) sichern die Hersteller den Anbietern wie 420Pharma oder Cannamedical eine Exklusivität in der Vermarktung der jeweiligen Marken zu.
- Großhändler:** Diese Kategorie von Mitbewerbern verfügt lediglich über die Erlaubnis für den Vertrieb von Betäubungsmitteln. Entsprechend existieren bei diesen Akteuren relativ wenig Möglichkeiten der Differenzierung, sodass zum überwiegenden Teil Produkte von international agierenden Herstellern vertrieben werden, die nicht mehr oder noch nicht über einen direkten Marktzugang in Europa verfügen.
- Die Kategorie **exklusive Hersteller** ist nach unseren Recherchen und den Angaben des Unternehmens bislang lediglich von Cantourage besetzt. Als Pionier in der Branche hat Cantourage die Herstellung von dem Anbau der Produkte getrennt. Durch die eigene Herstellung und die Qualitätskontrolle bei den Anbauern kann das Unternehmen sicherstellen, dass die Produkte über die geforderte Qualität verfügen, ist aber gleichzeitig deutlich flexibler in der Partnerauswahl. Durch den etablierten Prozess können insbesondere kleinere und exklusivere Hersteller (sog. Craft-Cannabis) deutlich kostengünstiger und schneller einen Marktzugang erhalten, als selber eine GMP-Qualifizierung anzustreben. Nichtsdestotrotz

erfährt der Endkunde trotz des Verkaufs über Cantourage welches Produkt er konsumiert, sodass die Anbauer ihre Markenpräsenz nicht verlieren.

Durch die Trennung von Anbau und Herstellung kann Cantourage im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern ein **Asset Light-Geschäftsmodell** verfolgen und damit den Kapitaleinsatz und das damit verbundene Risiko deutlich minimieren. Zudem ermöglicht es dieser Ansatz, schnell und flexibel auf die Nachfragetrends der Konsumenten zu reagieren. So verkauft Cantourage zwar auf Grund der Regulatorik in eigenem Namen und auf eigene Rechnung, tritt aber gegenüber den Herstellern als Kommissionär auf, sodass der Gefahrenübergang an Cantourage erst bei dem Verkauf an die jeweiligen Abnehmer von Cantourage erfolgt. Folglich trägt Cantourage im Bereich der Cannabisblüten **keine nennenswerten Bestandsrisiken** und kann auch die strengen Qualitätskontrollen vor der Verarbeitung der Rohware ohne Interessenkonflikte durchführen, da qualitativ minderwertige Ware zu Lasten der Anbauer vernichtet wird.

Die Grundlage für das Trennen des Anbaus von der Herstellung und dem Vertrieb der Arzneimittel liegt in dem **umfangreichen Portfolio an Lizenzen und Konformitätsbescheinigungen**, über das Cantourage verfügt. Viele dieser Lizenzen sind nur durch langwierige und kostenintensive Prozesse mit dem spezialisierten Know-how sowie entsprechend qualifizierten Mitarbeitern zu erhalten. So sind einige der Lizenzen für die Herstellung von Arzneimitteln an die jeweiligen Produktionsstandorte, Maschinen und verantwortlichen Personen gebunden. So sind auch Kapazitätserweiterungen nicht ohne vorherige oder nachlaufende Zertifizierung möglich, was die Herstellungskapazität am Markt und auch bei Cantourage entsprechend begrenzt.

Übersicht der Lizenzen von Cantourage

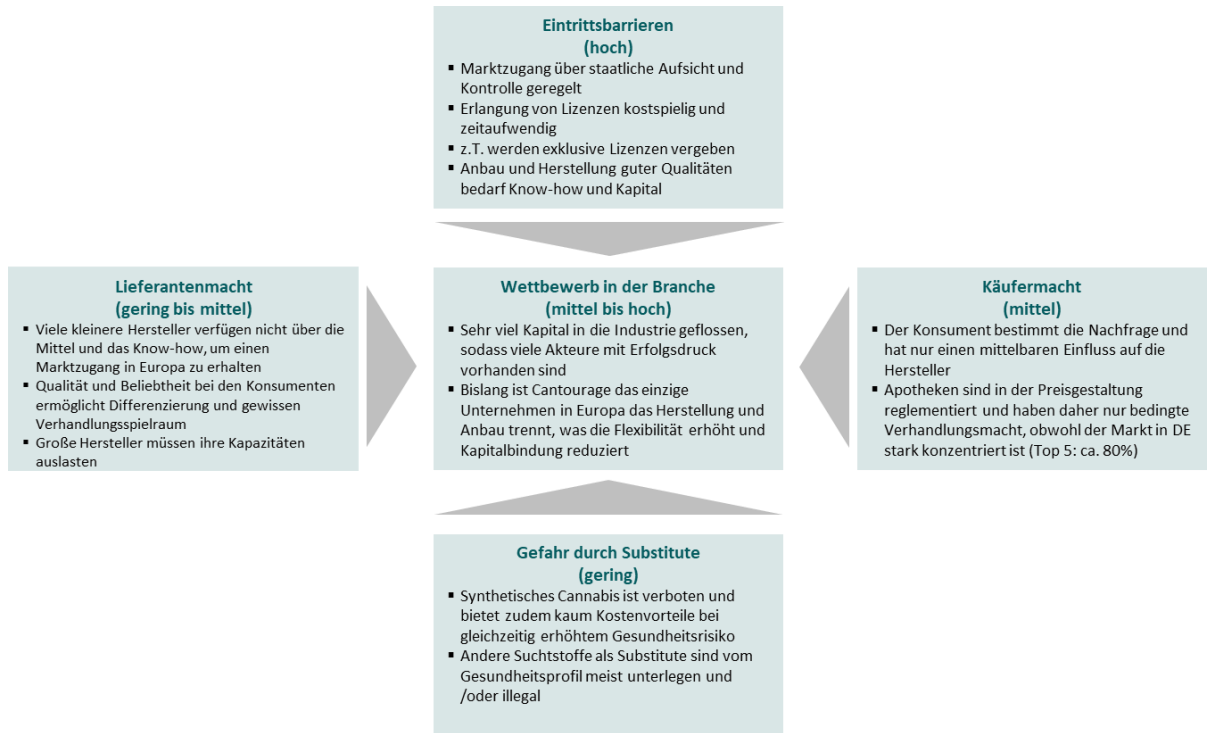
Erlaubnis	Norm
Großhandelserlaubnis für die Beschaffung und Abgabe von medizinischen Cannabisblüten, Cannabis Extrakten und Dronabinol-Lösungen in Großgebinden ohne körperlichen Umgang mit Betäubungsmitteln	gemäß § 52a AMG5
Herstellungserlaubnis für die Chargenzertifizierung von medizinischen Cannabisblüten und Dronabinol-Lösungen	gemäß § 13 AMG
Registrierungen für den Import und Vertrieb von Wirkstoffen, die als Ausgangsstoffe in Arzneimitteln für den menschlichen Gebrauch verwendet werden sollen, für verschiedene Niederlassungen und Produkte auf der Grundlage von Anzeigen	gemäß § 67 AMG
Betäubungsmittelrechtliche Erlaubnisse für den Handel mit Dronabinol, medizinischen Cannabisblüten und Cannabis Extrakten ohne eigene Lagerhaltung (jeweils nach Produktursprung, Produktart und Menge spezifiziert und begrenzt)	gemäß § 3 BtMG
GMP7-Konformitätsbescheinigung für die Chargenzertifizierung von Cannabisblüten	gemäß 2003/94/EG
GDP8-Konformitätsbescheinigung in Verbindung mit der Großhandelserlaubnis	gemäß 2001/83/EG

Quelle: Unternehmen

Ein weiteres Differenzierungsmerkmal gegenüber den oben aufgeführten Akteuren ist das **attraktive Standbein von Cantourage im Bereich Dronabinol**, das bei den von Krankenkassen erstatteten Cannabisprodukten klar marktführend ist. Aufgrund der deutlich einfacheren Handhabung in der Apotheke sowie einer innovativen alternativen Vertriebsform über vorgefertigte Lösungen des ansonsten harzigen Öls hat es Cantourage geschafft, in kürzester Zeit einen Marktanteil von rund 40% zu erlangen und den bisherigen Marktführer Spectrum Therapeutics GmbH deutlich unter Druck zu setzen, der heute zur Dermapharm Unternehmensgruppe gehört. Dermapharm hatte Spectrum zusammen mit zwei weiteren Unternehmen (C³-Gruppe) von Canopy Growth im Dezember 2021 für ca. 80 Mio. Euro erworben, nachdem Canopy C³ erst zwei Jahre zuvor für rund 226 Mio. Euro akquiriert hatte.

Entsprechend sehen wir Cantourage durch die Kombination als Hersteller/Händler im Bereich der Cannabisblüten zusammen mit dem attraktiven Standbein im Bereich Dronabinol in einer soliden Wettbewerbsposition, um vom weiteren Marktwachstum für medizinisches Cannabis in Deutschland und dem restlichen Europa zu profitieren.

Zusammenfassung der Wettbewerbsqualität



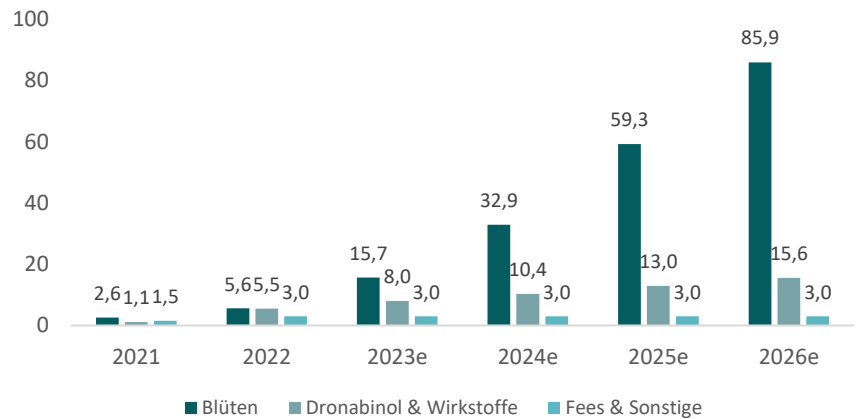
Quelle: Montega

Flexibles Geschäftsmodell ermöglicht weitere Marktanteilsgewinne im wachsenden Marktumfeld

Die Basis für die von uns antizipierte Umsatzentwicklung bildet das solide Marktwachstum, das in Europa bei über 30% liegen dürfte. In Märkten, in denen die Legalisierungsdebatte weniger stark fortgeschritten ist wie u.a. Großbritannien und Polen dürfte die Dynamik noch über diesem Wert liegen. Dabei erwarten wir, dass Cantourage seinen Marktanteil in den Geschäftsfeldern Blüten und Dronabinol/Extrakte aufgrund der folgenden Aspekte weiter ausbauen wird.

- Cantourage hat ein einzigartiges, **flexibles Geschäftsmodell**, das den Import und die Verarbeitung qualitativ hochwertiger Cannabisblüten aus verschiedenen Ländern ermöglicht. Das Unternehmen hat Verträge mit über 40 Anbau-Partnern aus 18 Ländern unterzeichnet und stellt diesen die erforderlichen Standards und Anforderungen für den Anbau, die Ernte, die Verpackung und den Transport von Cannabis zur Verfügung. Cantourage übernimmt dann die Verantwortung für die Qualitätskontrolle, die Lagerung, die Weiterverarbeitung sowie den Vertrieb der Cannabisblüten an die Kunden. Das Geschäftsmodell ermöglicht es dem Unternehmen, seinen Kunden eine große Auswahl an verschiedenen Cannabis-Sorten mit unterschiedlichen Wirkstoffgehalten sowie Aromen anzubieten und auch schneller als die Wettbewerber auf die sich verändernden Bedürfnisse und Präferenzen der Kunden reagieren zu können, indem es neue Sorten einführt oder Bestehende anpasst.
- Cantourage erwirtschaftet aktuell noch den überwiegenden Teil der Umsätze in Deutschland, hat jedoch bereits den Markteintritt in Großbritannien und Polen gestartet. Die Länder sind bislang hinsichtlich des Cannabis-Marktes im Vergleich zu Deutschland weniger stark entwickelt, dürften aber eine ähnliche Entwicklung in den Folgejahren aufzeigen, sodass die weitere **Internationalisierung** eines der wesentlichen Wachstumsfelder für die Cantourage Gruppe darstellt. Weitere Länder in Europa könnten je nach Entwicklung der Liberalisierung ebenfalls interessant werden, sind jedoch derzeit nicht in der konkreten Planung berücksichtigt.
- Neben den Cannabisblüten bietet Dronabinol ein attraktives weiteres Standbein mit aussichtsreichen Wachstumsperspektiven. Mit dem eigenen Produkt hat Cantourage bereits in Deutschland eine sehr erfolgreiche Alternative zum bisherigen Monopolisten etabliert. Aufgrund der vereinfachten Dosierung und Anwendung der flüssigen Lösung findet das Produkt großen Zuspruch bei Apothekern und pharmazeutisch-technischen-Assistenten, sodass Cantourage das Produkt nun in weiteren Ländern vertreiben wird. Aufgrund der meist unzweifelhaften Indikation bei der Verschreibung von Dronabinol nimmt hier der Status der Legalisierung von Cannabisblüten als Medizinprodukt in dem jeweiligen Land eine untergeordnete Rolle ein. Dronabinol wird daher fast immer von den jeweiligen Krankenkassen erstattet, sodass hier weitaus mehr Märkte in der Internationalisierung als bei den Cannabisblüten denkbar sind. Der aktuelle Fokus von Cantourage liegt neben den etablierten Märkten in Deutschland und Österreich bei der Expansion auf Polen und der Schweiz.

Umsatzentwicklung nach Produktgruppen



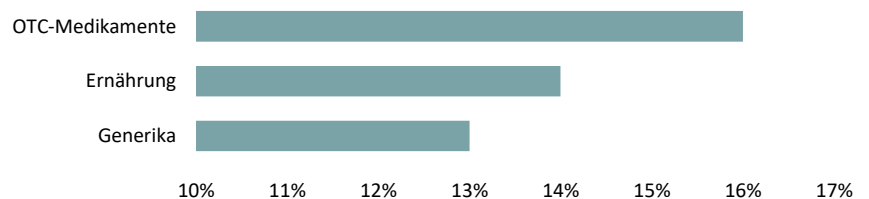
Quelle: Unternehmen, Montega

Entsprechend erwarten wir, dass Cantourage sich ausgehend von 2022 mit einem erwarteten durchschnittlichen Wachstum von 65,0% bis 2026 weiterhin stärker als der Gesamtmarkt entwickeln wird. Dabei dürfte das Blütenesschäft aufgrund des größeren Marktpotenzials mit einem Wachstum von 97,9% p.a. den größten Anteil einnehmen und bis 2026 ein Umsatzniveau von knapp 86 Mio. Euro erreichen. Beim Dronabinol antizipieren wir aufgrund der bereits starken Marktposition in Deutschland ein im Vergleich geringeres Wachstum mit 29,7% p.a. bis 2026. Die übrigen Umsätze ergeben sich im Wesentlichen aus den Gebühren der Anbieter für die Nutzung der Cantourage-Plattform sowie dem Handel mit anderen Extrakten und Zubehör. Wir haben hier vereinfachend eine konstante Entwicklung unterstellt, die einen leichten Rückgang der Gebühren der Anbieter und einen Anstieg der sonstigen Umsätze unterstellt. Insgesamt erwarten wir, dass Cantourage so die Gesamterlöse bis 2026 auf ein Niveau von 104,5 Mio. Euro mehr als verfünffachen wird.

Skalierbarkeit der Plattform und Asset Light-Geschäftsmodell ermöglichen zweistellige EBITDA-Margen

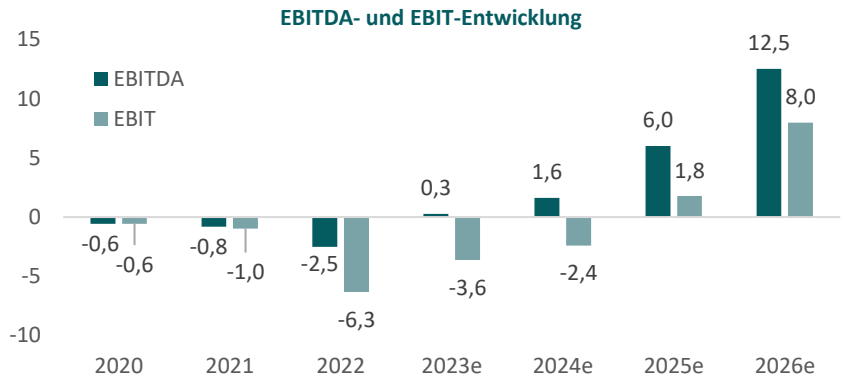
Mit der berichteten Profitabilität auf EBITDA-Ebene in H1/23 hat Cantourage bereits ein Ertragsniveau erreicht, welches andere börsennotierte Wettbewerber wie Aurora oder Canopy Growth noch nicht erreicht haben und zahlreiche weitere Anbieter u.E. niemals erreichen werden. Aufgrund des steigenden Umsatzanteils des Blütenesschäfts, einer starken Kostendegression bei Produktionsnebenkosten und Administration sowie einer Verbesserung des Margenprofils bei Dronabinol erwarten wir einen deutlich überproportionalen Anstieg der Profitabilität in den kommenden Jahren. Da die Industrie noch vergleichsweise jung ist, ist ein nachhaltiges Profitabilitätsniveau aus den aktuellen Finanzkennzahlen der Marktteilnehmer u.E. noch nicht abzuleiten. Wir basieren unsere Annahme hinsichtlich des zu erreichenden Ertragsniveaus von 14% EBIT-Marge aus dem Vergleich mit durchschnittlichen Ergebnismargen relevanter Sektoren im Gesundheitswesen, die u.E. als Vergleichsmaßstab herangezogen werden können (siehe Grafik).

EBIT-Marge im Gesundheitswesen weltweit nach Segmenten



Quelle: Bain & Company - Healthcare 2020

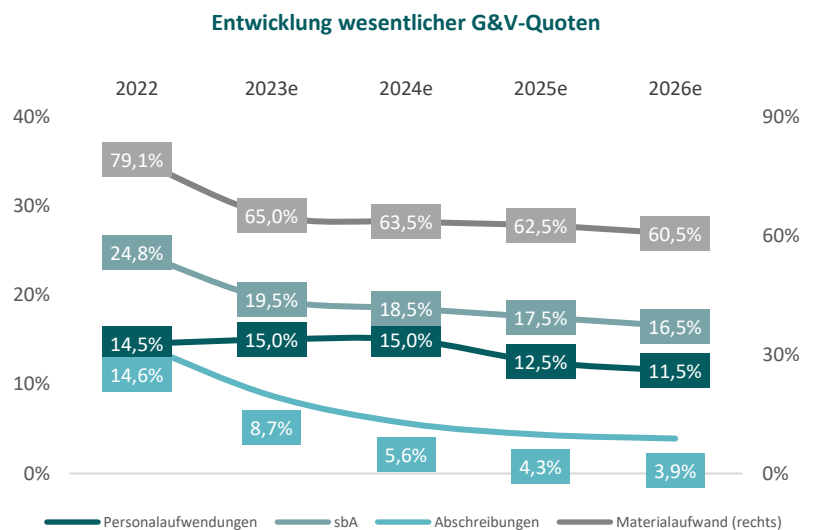
Im Einzelnen erwarten wir für Cantourage eine Steigerung der EBITDA-Marge bzw. EBIT-Marge bis 2026 auf 12,0% bzw. 7,6%. Die Diskrepanz zwischen EBITDA und EBIT ergibt sich aus der Abschreibung auf immaterielle Vermögenswerte als Folge des Mergers der Cantourage GmbH mit der SE Vorratsgesellschaft im Zuge des IPO in 2022.



Quelle: Unternehmen, Montega

Konkret rechnen wir mit folgender Entwicklung der wesentlichen Kostenpositionen:

- Materialaufwand:** Aus G&V- und Bilanzsicht kann Cantourage im Wesentlichen als Kommissionär der verkauften Ware angesehen werden. Das Unternehmen bezieht die verschiedenen Waren von den Herstellern und verarbeitet diese im Anschluss weiter. Der Gefahrenübergang an Cantourage erfolgt erst beim Weiterverkauf an die Kunden, sodass dem Unternehmen kein Warenrisiko obliegt. Cantourage erhält einen Revenue Share von den Herstellern, der in der Regel bei ca. 50% des Verkaufspreises liegt. Dies gilt allerdings nur für das Blütengeschäft. Dronabinol sowie weitere Extrakte werden im klassischen Handelsmodell von Cantourage erworben und auf eigenes Risiko weiterveräußert. Der Deckungsbeitrag bei Dronabinol dürfte aufgrund des geringeren Wertschöpfungsanteils von Cantourage eher branchenüblich sein, was einem Niveau von rund 30-40% entspricht. Der vergleichsweise hohe Materialaufwand von 11,2 Mio. Euro in 2022 (Aufwandsquote: 79,1%) erklärt sich vor allem aus Produktionsnebenkosten, die sich aus dem Umgang mit Betäubungsmitteln ergeben. Entsprechend erwarten wir zum einen durch den steigenden Anteil des Blütengeschäfts sowie einer Kostendegression in den Produktionsnebenkosten eine deutliche Verbesserung der Rohertragsmarge von rund 35% im laufenden Jahr auf knapp 40% in 2026e.



Quelle: Unternehmen, Montega

- Die **Personalkosten** in Höhe von insgesamt 2,0 Mio. Euro in 2022 entfallen zu etwa einem Drittel auf die Produktion im Rahmen der Weiterverarbeitung der Blüten. Der überwiegende Teil resultiert aus den Kosten für die Administration sowie dem Management. Aufgrund des starken Wachstums und der noch jungen Unternehmensphase gehen wir von einem überproportionalen Anstieg der Personalkosten für den Ausbau und die Professionalisierung in nahezu allen Unternehmensbereichen aus. Entsprechend rechnen wir für 2023 mit einer Verdopplung der Personalkosten auf rund 4,3 Mio. Euro bzw. einer Quote von 15% in 2023 und 2024. Ab 2025 dürften insbesondere die administrativen Funktionen einer deutlichen Kostendegression unterliegen, sodass wir mit einem Rückgang der Personalkostenquote auf 11,5% bis 2026e rechnen.
- Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** von insgesamt 3,5 Mio. Euro (Kostenquote: 24,8%) in 2022 sind durch die Mieten für Büros und Gebäude, Rechts- und Beratungskosten sowie die Kosten der Warenabgabe bestimmt. Anders als bei diversen E-Commerce- bzw. Versandhandelsunternehmen nutzt Cantourage nicht die üblichen Logistikdienstleister wie Hermes oder DHL, sondern versendet über spezialisierte Pharmadienstleister wie Phoenix oder Unitax an die Apotheken. Zuletzt enthielten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusätzlich IPO-Kosten von ca. 0,5 Mio. Euro. Nach einem deutlichen Rückgang der Aufwandsquote in 2023 durch den Wegfall dieser Sonderbelastung auf 19,5% gehen wir aufgrund von Skaleneffekten von einem weiteren Rückgang der Kostenquote auf 16,5% bis 2026 aus.
- Die **Abschreibungen** in Höhe von 3,8 Mio. Euro ergeben sich aus der Aufdeckung stiller Reserven im Zuge des Mergers der Cantourage GmbH mit der Cantourage SE im Zuge des Börsengangs im vergangenen Jahr, die in dieser Höhe über die nächsten neun Jahre fortgeführt werden dürften. Ansonsten verfügt das Unternehmen über ein Asset Light-Geschäftsmodell, sodass sich die Aufwandsquote entsprechend deutlich rückläufig entwickeln sollte.

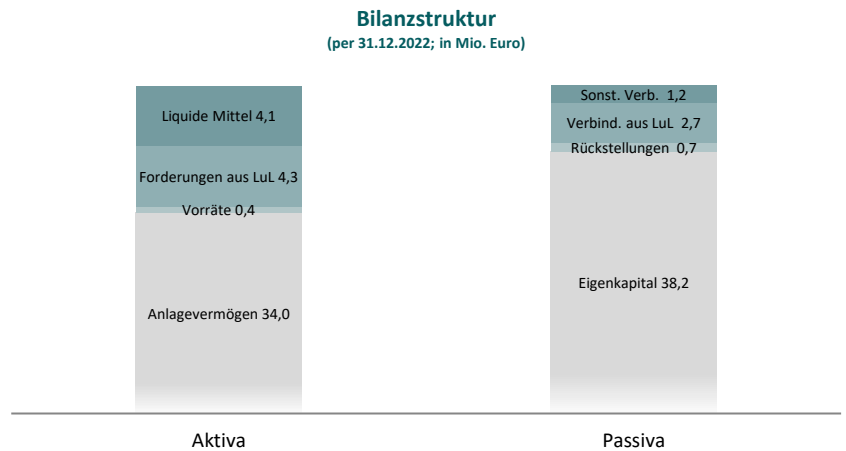
Bilanzstruktur durch reverse IPO verzerrt – normalisierte Werte illustrieren Asset Light-Geschäftsmodell

Das **Anlagevermögen** von Cantourage wird von den immateriellen Vermögensgegenständen in Höhe von 33,5 Mio. Euro dominiert, die aus der Aufdeckung stiller Reserven im Zuge des IPOs durch die Verschmelzung der Cantourage GmbH mit der Cantourage SE resultieren. Die Sachanlagen von ca. 0,5 Mio. Euro entfallen im Wesentlichen auf die Maschinen für die Weiterverarbeitung und Verpackung der Cannabisblüten sowie der Büro- und Geschäftsausstattung an den Standorten.

Die **Vorräte** von 0,4 Mio. Euro sind ursächlich auf die Bestände des Arzneimittelproduktes Dronabinol zurückzuführen, das in Chargen vom Zulieferer erworben und dann an die Apotheken weiterveräußert wird. Die Cannabisblüten verkauft Cantourage im Kommissionsmodell (auf eigenen Namen und eigene Rechnung), sodass die Bestände der Blüten nicht im wirtschaftlichen Eigentum und Risiko von Cantourage liegen.

Die **Forderungen** von 4,3 Mio. Euro ergeben sich zum überwiegenden Teil aus den Forderungen gegenüber den Apotheken sowie dem Großhandel. Obwohl es in Deutschland rund 18.000 Apotheken gibt, sind derzeit nur wenige wie Grünhorn, CannABC oder jiroo ausschließlich auf den Verkauf von Cannabis spezialisiert. Entsprechend verfügt Cantourage zwar über eine große Anzahl an Kunden, generiert jedoch mehr als 90% der Umsätze mit einem Dutzend Partner. Die Zahlungsziele mit den Apotheken und Großhändlern liegen zwischen 30-60 Tagen.

Die liquiden Mittel in Höhe von 4,1 Mio. Euro resultieren im Wesentlichen aus der Kapitalerhöhung im Vorfeld des IPO im letzten Jahr.



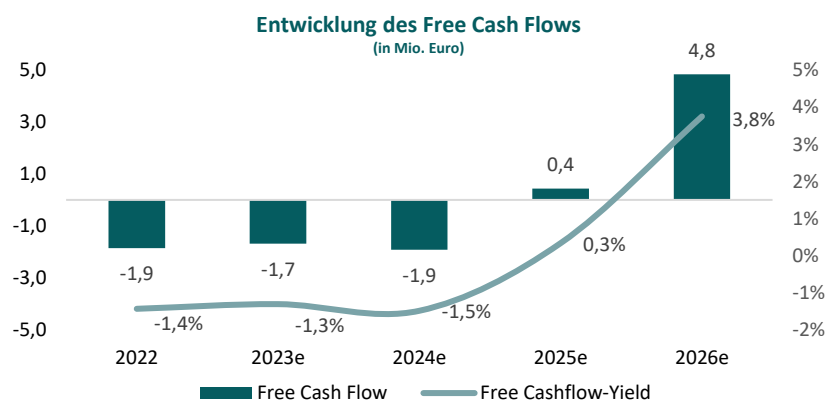
Quelle: Unternehmen

Das **Eigenkapital** in Höhe von 38,2 Mio. Euro ist durch die Gegenposition in der Kapitalrücklage durch die oben beschriebene Unternehmenszusammenfassung verzerrt, sodass der Eigenkapitalquote von 89,2% nur eine eingeschränkte Aussagekraft zuzuschreiben ist.

Die **Verbindlichkeiten aus LuL** ergeben sich zum Großteil aus dem noch geschuldeten Revenue Share aus dem Verkauf der Cannabisblüten sowie zum kleineren Teil aus den Verbindlichkeiten gegenüber anderen Zulieferern. Die sonstigen Verbindlichkeiten und Rückstellungen ergeben sich aus den sonstigen kreditorischen Verpflichtungen gegenüber Stakeholdern und Mitarbeitern.

Amortisationen und wachstumsbedingter Working Capital-Aufbau bestimmen den Cash Flow – FCF erreicht voraussichtlich in 2025 den Break-Even

Die Cash Flow-Aufstellung wird lediglich von wenigen Parametern bestimmt. Während das Asset Light-Geschäftsmodell niedrige Abschreibungen zur Folge hat, resultieren seit dem Merger in 2022 jährlich knapp 4 Mio. Euro an Amortisation auf immaterielle Vermögensgegenstände, die einen entsprechend positiven Einfluss auf den Cash Flow aus operativer Tätigkeit haben. Da sich das noch junge Unternehmen nach wie vor in der Ramp-Up-Phase befindet, lässt sich im Einklang mit der stark steigenden Geschäftstätigkeit ein wachstumsbedingter Working Capital-Aufbau erkennen (WC 2022: 1,9 Mio. Euro vs. WC 2025e: 12,5 Mio. Euro).



Quelle: Unternehmen, Montega

Demnach nehmen die Forderungen aus LuL von Jahr zu Jahr zu, was sich auch darin erkennen lässt, dass diese Position die Aktivseite der Bilanz zunehmend bestimmt (2022: 4,3

Mio. bzw. unter 10% vs. 2025e: 25,3 Mio. Euro bzw. 40,5%). Ebenso geht mit dem Volumenwachstum ein gewisser Vorratsaufbau einher. Wie im Bilanzteil beschrieben, wird dieser im Wesentlichen von Beständen an Dronabinol bestimmt, das in Chargen an die Apotheken veräußert wird. Wir gehen von einem schrittweisen Aufbau der Vorratsposition aus, die in 2025 rd. 8,5 Mio. Euro betragen dürfte (Vgl. 2022: 0,4 Mio. Euro).

Die von uns antizipierte sukzessive Steigerung des FCF basiert vorwiegend auf der signifikant verbesserten Ertragslage (JÜ: -6,8 Mio. Euro in 2022 vs. 1,3 Mio. Euro in 2025e). Folglich erwarten wir, dass der FCF in 2025 erstmals die Break Even-Schwelle überschreitet und anschließend nachhaltig zunehmen dürfte (2025e: 0,4 Mio. Euro; 2026e: 4,8 Mio. Euro).

Sentiment für Cannabis Aktien deutlich belastet – Newsflow für Cantourage dürfte aber positiv bleiben

In den vergangenen Jahren ist durch die Legalisierung des Marktes in Kanada und den USA sowie die Liberalisierungstendenzen in Europa ein wahrer Hype um legalen Cannabis entstanden, der eine Flut von Unternehmensgründungen und IPOs in diesem Sektor zur Folge hatte. Die geschürten Hoffnungen haben sich jedoch in weiten Teilen der Industrie nicht materialisiert, was der starke Kursverfall bei fast allen gelisteten Unternehmen unterstreicht. Wie nachstehend dargestellt, haben die meisten gelisteten Cannabis Aktien in den vergangenen zwölf Monaten Rückgangsraten im zweistelligen Bereich hinnehmen müssen, wengleich es vereinzelt auch positive Ausreißer gab.

Unternehmen	Ticker	IPO	Kursentwicklung (LTM)	MC in € Mio. (18.10.)
Seed Innovations Limited	AIM:SEED	Q1/06	11,8%	6,9
Celadon Pharmaceuticals	AIM:CEL	Q2/22	45,7%	78,0
Futura Medical	AIM:FUM	Q2/03	-8,2%	127,6
DeepVerge	AIM:DVRG	Q2/17	-94,8%	1,3
Chill Brands Group	LSE:CHLL	Q1/15	110,7%	19,5
Kanabo Group	LSE:KNB	Q2/17	-40,4%	11,3
Cellular Goods	LSE:CBX	Q1/21	-74,2%	2,9
Hellenic Dynamics	LSE:HELD	Q4/08	-64,4%	10,4
MGC Pharmaceuticals	ASX:MXC	Q4/12	-89,3%	11,1
Jazz Pharmaceuticals	NasdaqGS:JAZZ	Q2/17	-2,1%	7.960,9
Akanda Corp	NasdaqCM:AKAN	Q1/22	-80,2%	1,9
Intercure	TASE:INCR	Q3/07	-69,0%	57,0
IM Cannabis	CNSX:IMCC	Q4/19	-84,8%	7,9
Khiron Life Sciences	TSXV:KHRN	Q2/18	-57,9%	6,4
Voyager Life	OFEX:VOY	Q2/21	-18,5%	1,8
Apollon Formularies	OFEX:APOL	Q2/21	-84,2%	1,3
Ananda Developments	SET:ANAN	Q2/18	-49,3%	81,2
Yooma Wellnes	CNSX:YOOM	Q1/21	-75,0%	0,5
Cannabis Poland	WSE:CBD	Q2/13	59,1%	3,1
Hemp & Health	WSE:HMP	Q3/12	110,0%	5,2
DanCann Pharma	NGM:DANCAN	Q4/20	-91,9%	0,9
Stenocare	CPSE:STENO	Q4/18	-67,4%	6,2
Panaxia Labs	TASE:PNAX	Q4/19	-78,2%	3,0
Tikun Olam Cannbit	TASE:TKUN	Q1/00	-81,8%	6,5
Cannovum	HNSE:27N	Q2/21	delisted	n.a.
Synbiotic	DUSE:SBX	Q4/19	-67,1%	17,9

Quelle: Capital IQ

Aufgrund der hohen Investitionen sowie einer durch den Schwarzmarkt begrenzten Preissetzungsmacht dürfte die Industrie u.E. erst nach weiterer Konsolidierung zu einem verbesserten Profitabilitätsniveau finden. Cantourage hat das Erreichen der Break Even-Schwelle auf EBITDA bereits in H1/23 erreicht und dürfte damit vielen der aufgezeigten Unternehmen bereits voraus sein. Das Asset Light-Geschäftsmodell dürfte mit dem erwarteten Marktwachstum in den kommenden Jahren entsprechend eine deutliche Ergebnisverbesserung ermöglichen.

Operativ dürfte neben den weiterhin hohen Wachstumsraten die Etablierung in den noch weniger stark erschlossenen Märkten in UK und Polen sowie der Rollout der kürzlich vermeldeten Teleklinik Telecan° für positiven Newsflow sorgen. Darüber hinaus gab Cantourage mittels Ad-hoc-Nachricht am 19. Juli 2023 bekannt, etwaige Finanzierungsoptionen einschließlich der Kapitalmarktfinanzierung in Erwägung zu ziehen, um das angestrebte Wachstum zu unterstützen.

Bewertung

Wir haben die Aktie der Cantourage SE auf Basis eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis anhand einer Peergroup-Analyse plausibilisiert. Sämtliche Bewertungsverfahren deuten hierbei auf eine faire Bewertung der Aktie auf dem aktuellen Kursniveau hin.

DCF-Szenario: Wenngleich die Industrie noch vergleichsweise jung ist, ist es Cantourage bereits gelungen, sich im stark wachsenden Markt für medizinisches Cannabis als vertrauenswürdiger Partner zu positionieren. Mit dem plattformbasierten Geschäftsmodell und dem Aufbrechen der klassischen Wertschöpfungsstufen blickt das Unternehmen bereits auf ein umfassendes Anbauer- und Partnernetzwerk, was u.E. den Grundstein für die weiterhin dynamische Erlösentwicklung legt (Umsatz-CAGR 2022 bis 2026: 65,0% p.a.). Während das Wachstum insbesondere von dem bereits starken und kontinuierlich um weitere Sorten erweiterten Blütengeschäft getragen wird, verfügt Cantourage mit der Dronabinol-Lösung über ein weiteres Standbein mit attraktiven Marktaussichten.

Mit Ausrichtung auf den medizinischen Markt verfügt Cantourage bereits über zahlreiche Lizenzen, die den Import, Transport, Vertrieb sowie die Verarbeitung von Cannabis ermöglicht und u.E. eine der wesentlichen Markteintrittsbarrieren darstellt. Damit gehört das Unternehmen zu einem der wenigen Player, dessen Erfolg nicht ausschließlich von der jeweiligen Legalisierungsdebatte abhängt.

Sobald jedoch Fortschritte in der Regulatorik zu verzeichnen sind und sich dadurch der Freizeitmarkt („recreational use“) öffnet, dürfte die Wachstumsdynamik nochmals an Geschwindigkeit gewinnen. Hier sehen wir Cantourage mit den bestehenden Strukturen und dem Partnernetzwerk aussichtsreich positioniert, um auch anhaltend über dem Markt zu wachsen und dadurch Marktanteile zu gewinnen.

Mittelfristig sollte das Unternehmen nach einer Phase des strukturellen Aufbaus in der Lage sein, durch Skaleneffekte deutlich positive Free Cashflow-Renditen zu erzielen (2026e: 4,1%). Unter Annahme eines Betas von 1,5 und eines WACC von 10,0% ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 10,50 Euro.

Peergroup-Vergleich: Der Vergleich zu börsennotierten Wettbewerbern unterstreicht, dass es sich bei der Cannabis-Industrie noch um eine junge Branche handelt, die sich erst konsolidieren und dadurch stabilisieren wird. Daher betonen wir an dieser Stelle, dass der Peergroup-Vergleich nur eine eingeschränkte Aussagekraft besitzt und ein Großteil der Unternehmen u.E. sowohl derzeit als auch auf mittelfristige Sicht nicht profitabel agiert. Daher stellen wir lediglich auf die Bewertung mithilfe des EV/Umsatz-Multiples ab, das eine Spanne von 2,1x (2023e) bis 1,7x (2025e) aufweist, woraus sich ein fairer Wert je Aktie zwischen 4,80 Euro bzw. 10,40 Euro ableiten lässt. Aus unserer Sicht ist jedoch das Premium bei Cantourage nachvollziehbar, da die Wachstumsraten deutlich oberhalb denen der Peers notieren (Wachstum in 2023e: 98,0% vs. Mittelwert: -0,1% sowie 2025e: 62,5% vs. Mittelwert: 9,7%).

Fazit

Bislang hat der Sektor für Cannabis am Kapitalmarkt weitestgehend enttäuscht, was auf überzogene Wachstumserwartungen zurückzuführen ist. Diese resultierten in Europa vor allem aus der u.E. unrealistischen Spekulation auf eine komplette Legalisierung von Cannabis für den Freizeitgebrauch in Deutschland. Der aktuelle Vorschlag des CanG dürfte allerdings auch so für eine deutliche Belebung des Marktes für medizinisches Cannabis sorgen und damit die Grundlage für das anhaltend starke Wachstum des Unternehmens in den kommenden Jahren bilden. Die durch das Asset Light-Geschäftsmodell ermöglichten Ertragsperspektiven sehen wir auf dem aktuellen Kursniveau noch nicht hinreichend reflektiert. Wir empfehlen die Aktie daher mit einem Kursziel von 10,50 Euro zum Kauf, wenngleich wir darauf hinweisen wollen, dass dem Investmentcase aufgrund der Abhängigkeit von der Gesetzgebung ein spekulativer Charakter nicht abzusprechen ist.

SWOT

Die Cantourage Group SE ist in einem jungen und attraktiven Markt positioniert, der sich einer hohen Dynamik und Wettbewerbsintensität ausgesetzt sieht. Zudem bestimmt die noch reifende Regulatorik in vielen Ländern das Agieren der Unternehmen substanziell und bietet daher Chancen und Risiken zugleich.

Als zentrale Stärke erachten wir das Aufbrechen der zuvor klassischen Wertschöpfungskette, indem Cantourage die Herstellung und den Vertrieb der Cannabis Produkte übernimmt und den meist lokalen Anbauern den Zugang zu internationalen Märkten mittels des Plattformansatzes erleichtert. Dies resultiert in einer geringen Kapitalbindung, einer hohen Flexibilität, die der Marktdynamik gerecht wird sowie einem insgesamt niedrigen finanziellen Risiko. Hinzu kommt der hohe Marktanteil bei dem THC-basierten Arzneimittel Dronabinol, das dem Unternehmen ein attraktives zweites Standbein neben dem Vertrieb von medizinischen Cannabisblüten gibt. Dementgegen erachten wir die bisher geringe Profitabilität sowohl des Unternehmens als auch des Sektors als Risiko, da sich u.E. das nachhaltige Profitabilitätsniveau in der Branche erst etablieren muss.

Stärken

- Durch die **Trennung von Anbau und Herstellung** hat Cantourage ein flexibles und wenig kapitalintensives Geschäftsmodell entwickelt, das marginale finanzielle Risiken mit sich bringt und zugleich eine hohe Flexibilität in dem sich schnell wandelnden Cannabis-Markt ermöglicht.
- Cantourage hat sich in den vergangenen Jahren nicht nur eine starke Marktposition im Bereich der Premium-Cannabisblüten aufgebaut, sondern mit ihrem **Arzneimittelprodukt Dronabinol** aufgrund der vereinfachten Handhabung in der Apotheke den bisherigen Marktführer verdrängt.
- Das Geschäftsmodell wird durch das breite Portfolio an **Lizenzen und regulatorischen Zulassungen** des Unternehmens getragen, die eine Markteintrittsbarriere für neue Wettbewerber darstellen und die Attraktivität von Cantourage als Partner für den europäischen Markt erhöhen.
- Da die qualitativen und regulatorischen Anforderungen in der Bundesrepublik als vorbildlich gelten, kann der **GMP-Standort in Deutschland** als Vorteil gesehen werden. Dadurch ist es Cantourage nahezu problemlos möglich, die Produkte in weitere europäische Länder exportieren kann.

Schwächen

- Das Unternehmen ist in den letzten Jahren stark gewachsen, aber bislang noch **kaum profitabel**. Dies gilt bislang auch für fast alle anderen Marktbegleiter in der Industrie, sodass sich das nachhaltige Profitabilitätsniveau der Branche erst etablieren muss.
- Cantourage hat **keine eigenen Marken** und oft auch keine exklusiven Lieferantenbeziehungen. Damit ist das Unternehmen theoretisch austauschbar, sofern andere Partner dieselben Leistungen zu einem attraktiveren Preis anbieten könnten.
- Aufgrund des starken Wachstums und der noch sehr jungen Unternehmenshistorie sind die **Corporate Governance- sowie Reporting-Strukturen** noch wenig ausgeprägt.
- Teile des Geschäftsmodells im Hinblick auf die Regulatorik und die Zulassungsverfahren sind an **Know-how-Träger** im Unternehmen gebunden. Sollten diese das Unternehmen verlassen, könnte es zu Störungen im Betriebsablauf führen.

Chancen

- Sofern ein **Wegfall der Einstufung von Cannabis als Betäubungsmittel** wie erwartet mit der vorgeschlagenen Rechtsprechung erfolgt, dürfte dies zu einer deutlichen Erleichterung in der Verschreibung von medizinischem Cannabis führen. Entsprechend sollte der Markt nochmals zusätzlich an Dynamik gewinnen.
- Die **steigende Akzeptanz und Nachfrage nach medizinischem Cannabis** bieten der Cantourage Group Chancen für weiteres Wachstum und Expansionsbestrebungen. Das Unternehmen kann von den zunehmenden Möglichkeiten auf dem Markt profitieren.
- Bislang ist das Unternehmen im Wesentlichen in Deutschland vertreten. Wenngleich dies der größte europäische Markt für medizinisches Cannabis darstellt, bieten weitere **europäische Länder attraktive Wachstumschancen** für Cantourage. Insbesondere England und Polen erscheinen aufgrund der Bevölkerungsgröße sowie der Zahlungsbereitschaft für Cannabis attraktive Märkte zu sein, in denen das Unternehmen auch bereits mit Tochtergesellschaften vertreten ist.
- Es gibt eine zunehmende Debatte und mögliche Änderungen der Cannabis-Gesetze in zahlreichen Ländern. Diese könnten den Zugang zu medizinischem Cannabis erleichtern oder sogar den **Freizeitmarkt für Cannabis** öffnen, der ein Vielfaches des medizinischen Marktes ausmacht.

Risiken

- Die **regulatorischen Rahmenbedingungen** in Bezug auf Cannabis unterliegen der jeweiligen Rechtsprechung und können sich daher fortlaufend ändern. Neue Vorschriften oder Beschränkungen könnten die Geschäftstätigkeit von Cantourage negativ beeinflussen.
- Der Markt für legales Cannabis hat in den vergangenen Jahren viele Unternehmen angelockt und hohe Investitionen in den Aufbau von Infrastrukturen ausgelöst. Entsprechend hoch ist der Erfolgsdruck und die daraus resultierende **Wettbewerbsintensität** am Markt.
- **Öffentliche Wahrnehmung:** Obwohl die Akzeptanz von medizinischem Cannabis zunimmt, gibt es nach wie vor Menschen und/oder Institutionen, die Vorbehalte gegenüber der Verwendung von Cannabis in der Medizin oder dem Freizeitgebrauch haben. Die öffentliche Wahrnehmung und Stigmatisierung könnten das Wachstumspotenzial von Cantourage beeinträchtigen.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung der Cantourage SE anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells werden im Folgenden dargestellt.

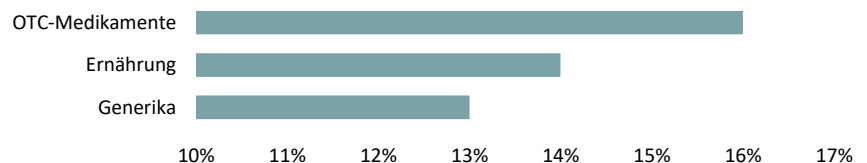
DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die sich auf Basis der bereits führenden Positionierung im Markt für medizinisches Cannabis (Blüten und Dronabinol) realisieren lassen. Im mittelfristigen Prognosezeitraum (2023e bis 2026e) sollte die Gruppe u.E. in der Lage sein, den Konzernumsatz mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 65,0% p.a. auf ein Niveau von 104,5 Mio. Euro steigern zu können. Dadurch, dass Cantourage bereits als wesentlicher Anbieter etabliert ist und über entsprechende Strukturen und das notwendige Partnernetzwerk verfügt, dürfte sich zudem aus der sich aktuell abzeichnenden Cannabis-Legalisierung weiteres Potenzial ergeben. Sofern die Klassifizierung von Cannabis als Betäubungsmittel entfällt, sollte die Akzeptanz auf Seiten der verschreibenden Ärzte deutlich zunehmen, wofür die Gruppe bereits vorbereitet ist und als vertrauensvoller Anbieter mit dem breitesten Produktsortiment profitieren dürfte. Dies ist jedoch in unserem Modell nicht reflektiert und würde erst abgebildet werden, sobald der Beschluss gefasst worden ist.

Auf längerfristige Sicht sollte insbesondere das stetig zunehmende Lieferanten- und Produktportfolio in Kombination mit einer sich vergrößernden Kundenbasis das Fundament für nachhaltiges Wachstum darstellen. Da die Industrie noch vergleichsweise jung ist, bleibt abzuwarten, wie sich das Wettbewerbsumfeld verändert. Hier könnte es ggf. zu weiteren Konsolidierungsbewegungen kommen, da bisher die wenigsten Akteure profitabel wirtschaften. Im Terminal Value haben wir eine ewige Wachstumsrate von 2,5% unterstellt.

Aufgrund des Reifegrads der Branche ist es ebenso willkürlich, ein nachhaltiges Profitabilitätsniveau aus den aktuellen Finanzkennzahlen der Marktteilnehmer abzuleiten. Wir basieren unsere Annahme hinsichtlich des zu erreichenden Ertragsniveaus von 14% EBIT-Marge aus dem Vergleich mit durchschnittlichen Ergebnismargen relevanter Sektoren im Gesundheitswesen, die u.E. als Vergleichsmaßstab herangezogen werden können (siehe Grafik).

EBIT-Marge im Gesundheitswesen weltweit nach Segmenten (2020)



Quelle: Bain & Company - Healthcare 2020

Das verwendete Beta von 1,5 berücksichtigt zwar zum einen die bereits etablierte Marktpositionierung auf dem medizinischen Cannabismarkt, reflektiert jedoch zeitgleich die bevorstehende ungewisse Entwicklung des Marktes, der von einem geringen Reifegrad charakterisiert ist.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% ergibt sich ein WACC von 10,0%.

Für die Cantourage SE ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 10,57 Euro**.

DCF Modell

Angaben in Mio. Euro	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	26,7	46,3	75,2	104,5	136,4	152,8	162,0	166,0
<i>Veränderung</i>	<i>89,0%</i>	<i>73,7%</i>	<i>62,5%</i>	<i>38,9%</i>	<i>30,6%</i>	<i>12,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>2,5%</i>
EBIT	-3,6	-2,4	1,8	8,0	14,3	16,0	17,8	23,2
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-13,6%</i>	<i>-5,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>14,0%</i>
NOPAT	-3,0	-1,7	1,2	5,6	10,0	11,2	12,5	16,3
Abschreibungen	3,9	4,0	4,2	4,5	5,3	5,4	5,1	1,2
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>14,6%</i>	<i>8,7%</i>	<i>5,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,2%</i>	<i>0,7%</i>
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-2,0	-3,3	-4,4	-5,1	-5,1	-2,6	-1,5	-0,6
- Investitionen	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
<i>Investitionsquote</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,7	-1,4	-1,4	0,3	4,0	9,0	12,8	15,0
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Present Value	-1,4	-1,3	0,3	3,0	6,1	7,8	8,3	104,7
Kumuliert	-1,4	-2,7	-2,4	0,6	6,6	14,5	22,8	127,5

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	127,5
Terminal Value	104,7
Anteil vom Tpv-Wert	82%
Verbindlichkeiten	-0,1
Liquide Mittel	4,1
Eigenkapitalwert	131,8

Aktienzahl (Mio.)

Aktienzahl (Mio.)	12,47
Wert je Aktie (Euro)	10,57
+Upside / -Downside	20%
Aktienkurs (Euro)	8,82

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Markttrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,50
WACC	10,0%
ewiges Wachstum	2,5%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2023-2026	57,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2023-2029	35,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2030	2,5%
EBIT-Marge	2023-2026	-2,2%
EBIT-Marge	2023-2029	3,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2030	14,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

	ewiges Wachstum				
WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,55%	9,10	9,52	9,75	10,00	10,54
10,30%	9,44	9,90	10,15	10,41	11,00
10,05%	9,81	10,30	10,57	10,86	11,50
9,80%	10,20	10,73	11,02	11,34	12,04
9,55%	10,61	11,19	11,51	11,85	12,62

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

	EBIT-Marge ab 2030e				
WACC	13,50%	13,75%	14,00%	14,25%	14,50%
10,55%	9,47	9,61	9,75	9,89	10,04
10,30%	9,85	10,00	10,15	10,30	10,45
10,05%	10,26	10,41	10,57	10,73	10,88
9,80%	10,69	10,86	11,02	11,19	11,35
9,55%	11,16	11,33	11,51	11,68	11,85

Peergroup-Vergleich

Die Beurteilung der Branchenverhältnisse ist u.E. nur bedingt möglich, weshalb die sich ergebenden Bewertungsparameter der Vergleichsunternehmen nur eingeschränkt repräsentativ sind. Dies liegt insbesondere in der Tatsache begründet, dass die Industrie zum einen noch einen geringen Reifegrad aufweist und zum anderen von Land zu Land in regulatorischer Sicht variiert. So verfolgen die Anbieter verschiedene Ansätze im Geschäftsmodell (wie im Wettbewerbskapitel ausführlich beschrieben), was sich wiederum auf die Kernwertschöpfungsebene der Wettbewerber auswirkt. Zudem umfasst die Peergroup einige Hersteller, die an der amerikanischen bzw. kanadischen Börse gelistet sind und in deren Heimatmärkten bereits seit einiger Zeit sowohl der medizinische als auch der Freizeitmarkt bedient werden kann.

Erschwerend muss berücksichtigt werden, dass ein Großteil der Unternehmen sowohl derzeit als auch auf mittelfristige Sicht nicht profitabel wirtschaftet. Daher stellen wir lediglich auf die Bewertung mithilfe des EV/Umsatz-Multiples ab, das eine Spanne von 2,1x (2023e) bis 1,8x (2025e) aufweist, woraus sich ein fairer Wert je Aktie zwischen 4,80 Euro bzw. 10,40 Euro ableiten lässt. Wenngleich die Aktie der Cantourage SE über dem Durchschnitt der Vergleichsunternehmen notiert erachten wir jedoch das Premium bei Cantourage als nachvollziehbar, da die Wachstumsraten deutlich oberhalb denen der Peers notieren (Wachstum in 2023e: 89% vs. Mittelwert: -0,1% sowie 2025e: 62,5% vs. Mittelwert: 9,7%).

Auch wenn die Peers eine geringere Umsatzbewertung aufweisen, halten wir das aus unserer DCF-Bewertung resultierende Premium zum Fairen Wert von 10,50 Euro je Aktie für angemessen.

Peergroup Cantourage Group SE

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
		2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
Aurora Cannabis Inc.	0,70	1,6	2,1	1,3	1,3	-9,8%	-21,0%	54,8%	6,7%
Canopy Growth Corporation	0,95	2,4	3,1	3,1	3,1	-4,8%	-22,6%	0,6%	0,1%
High Tide Inc.	2,09	0,6	0,4	0,4	0,3	97,0%	36,3%	12,5%	16,0%
Tilray Brands, Inc.	2,08	2,6	2,6	2,0	1,8	22,5%	-0,2%	29,7%	12,6%
Organigram Holdings Inc.	1,66	0,6	0,5	0,5	0,4	84,2%	6,7%	10,7%	11,4%
Green Thumb Industries Inc.	13,78	3,8	3,7	3,5	3,1	13,9%	0,4%	8,5%	11,2%
Mittelwert		1,9	2,1	1,8	1,7	33,8%	-0,1%	19,5%	9,7%
Cantourage Group SE	8,81	7,5	4,0	2,3	1,4	170,4%	89,0%	73,7%	62,5%
Potenzial/Differenz		-74%	-47%	-21%	19%				
Fairer Wert je Aktie		2,50	4,80	7,00	10,40				

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Cantourage Group SE, ein 2019 in Berlin gegründetes Unternehmen, hat sich zum Ziel gesetzt, den Markt für medizinisches Cannabis zu revolutionieren. Hierzu verbindet der in Deutschland führende Großhändler mittels innovativem Plattformansatz die Expertise der weltweiten Cannabisanbauer mit der jahrelangen Branchenerfahrung des Managements und damit der entscheidenden Fachkompetenz in der Struktur bzw. Regulatorik des europäischen Medizinmarktes. Dadurch ist es den weltweit über 30.000 staatlich lizenzierten Anbauern möglich, den stark wachsenden europäischen Markt mit entsprechender Rohware zu beliefern, ohne sich mit den komplexen und teils sehr unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen im Einzelnen zu befassen. Cantourage übernimmt für die Hersteller in einem optimierten Prozess (die sogenannte Fast-Track-Access-Plattform) die komplexen Einfuhr- und Genehmigungsverfahren für den Import nach Europa und erhält hierfür eine Vorabgebühr. Anschließend verarbeitet Cantourage den Rohstoff unter Einhaltung der EU-Anforderungen zur Guten Herstellungspraxis (GMP) zu Endprodukten wie konfektionierten Blüten und Wirkstoffextrakten. Der Absatz erfolgt über Großhändler, per Export ins europäische Ausland und vor allem über spezialisierte Apotheken. Mit diesem Ansatz fungiert das Unternehmen als Pionier und bricht die bisher üblichen Geschäftsmodelle – das eines reinen Großhändlers (niedriges Margenprofil) sowie das eines Pharmakonzerns mit Abbildung der gesamten Wertschöpfungskette (hoher Investitionsaufwand) – auf.

Das mittlerweile rd. 50 Lieferanten umfassende Partnernetzwerk von Anbauern aus über 15 verschiedenen Ländern führt dazu, dass die Cantourage Gruppe ein breites, qualitativ hochwertiges Produktportfolio führt (ca. 100 unterschiedliche Cannabisblüten; Pharmazeutische Extrakte wie Dronabinol und Cannabinoide sowie Zubehör).

Aufgrund der vielversprechenden Wachstumsaussichten des Cannabis-Marktes in den europäischen Ländern kann das Wettbewerbsumfeld in Summe als kompetitiv angesehen werden. Während jedoch der wirtschaftliche Erfolg zahlreicher Konkurrenten von der Legalisierungsdebatte rund um die Öffnung der Freizeitmärkte abhängt, zeigt sich erneut die Stärke von Cantourage, bereits auf dem Medizinmarkt als vertrauenswürdiger Partner wahrgenommen zu werden.

Key Facts

Ticker	HIGH	Umsatz	14,0 Mio. Euro
Sektor	Pharma & Healthcare	EBIT	-6,3 Mio. Euro
Mitarbeiter	rd. 40	EBIT-Marge	n.m.
Kundenfokus	Endkunden über Apotheken		
Dienstleistung	Import und Vertrieb von medizinischem Cannabis		
Standorte	Berlin, London, Hertfordshire, Warschau		

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2022

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 2019** Gründung der Cantourage GmbH
 - 2020** Markteintritt in Deutschland mit dem eigenen Dronabinol-Produkt, gewinnt signifikant Marktanteile und bricht damit die monopolistische Struktur auf
 - 2021** Go-Live der eigenen Plattform mit dem Namen „Fast-Track-Access“ und ermöglicht lizenzierten Anbauern weltweit den Zugang zum deutschen Medizinmarkt
- Erstmalig können deutsche Patienten Cannabis aus Jamaica erwerben

- 2022** Behandlung des ersten Patienten in der eigenen Klinik
Erste Produktinnovation im Markt für Dronabinol seit über 20 Jahren
Erster Handelstag an der Frankfurter Wertpapierbörse
- 2023** Ernennung von Bernd Fischer zum CFO und Mitglied des Vorstands
Meldungen über zahlreiche neue Partnerschaften, Eintritt in neue Märkte (z.B. Kroatien) sowie Erweiterungen des Produktsortimentes (u.a. Gelato #33)
Launch der Telemedizin Klinik „Telecan“ in Deutschland

Konsolidierungskreis

In der Organisationsstruktur des Konzerns fungiert die börsennotierte **Cantourage Group SE** als Holdinggesellschaft, die die Anteile der Cantourage GmbH und der entsprechenden Tochtergesellschaften hält und verwaltet, in denen das operative Kerngeschäft abgewickelt wird.

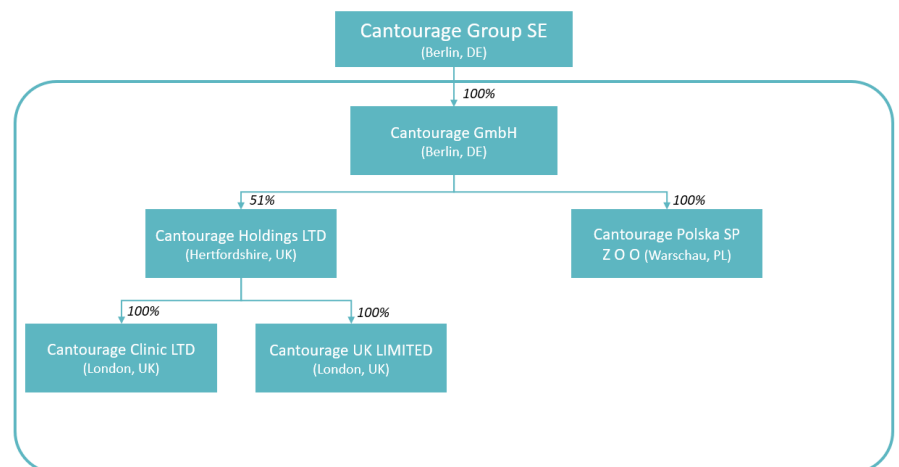
Die **Cantourage GmbH** mit Sitz in Berlin unterhält zudem zwei weitere Niederlassungsstätten (Brandenburg und Sachsen-Anhalt) sowie einen Lager- und Produktionsstandort in Bayern. Zentraler Unternehmensgegenstand ist die Verarbeitung von Cannabis zu medizinischen Arzneimitteln sowie der Handel mit diesen.

Die anteilig gehaltene **Cantourage Holdings LTD** (51%) mit Sitz in Hertfordshire wird mit dem Partner Nice Partner Holdings (49%) als Joint Venture-Struktur betrieben. Kernwertschöpfung besteht in dem Import, dem Handel und der Verschreibung von cannabisbasierten Medizinprodukten.

Über die vollständig der Gruppe zuzurechnenden **Cantourage Clinic LTD** wird eine Klinik betrieben, in der ein Fachärzteam Patienten mit einer Cannabinoid-Therapie begleiten.

Die **Cantourage UK LIMITED** stellt das Vertriebsvehikel der Gruppe dar. So verfügt die Gesellschaft über eine für den Großhandel von Humanarzneimitteln erforderliche Lizenz, die den Besitz sowie die Lieferung von cannabisbasierten Produkten innerhalb des Vereinigten Königreichs gestattet.

Die polnische Tochtergesellschaft (**Cantourage Polska SP Z O O**) ist auf die Herstellung von Ölen, pharmazeutischen Rohstoffen, Arzneimitteln sowie im Bereich der Lebensmittel. Derzeit hat die Gesellschaft den Betrieb noch nicht aufgenommen.

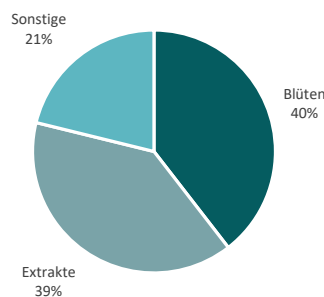


Quelle: Unternehmen

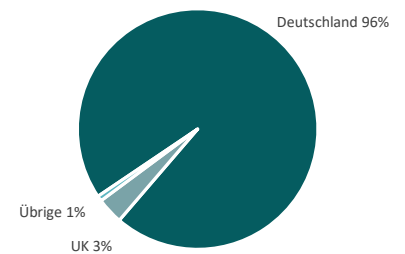
Segmentbetrachtung

Die Umsätze von Cantourage lassen sich in drei Kategorien klassifizieren. Mit 40% resultiert der größte Erlösanteil aus dem Vertrieb von Cannabisblüten, während CBD-Produkte für rund 39% der Top Line stehen. CBD-Produkte sind Extrakte aus den Blüten der Cannabispflanze und dürfen bis zu einem festgelegten THC-Gehalt frei verkauft werden. Im Bereich Sonstige (Umsatzbeitrag: ca. 21%) sind die restlichen Geschäftsaktivitäten konsolidiert. Diese umfassen sowohl das regulatorische Onboarding als auch das Aufsetzen der Qualitätssicherung hinsichtlich der Lieferungen. Die geografische Verteilung der Erlöse wird vom Heimatland Deutschland (96%) dominiert, während Großbritannien und der Rest der Welt nur einen niedrigen einstelligen Wert auf Konzernebene beitragen.

Umsatz nach Produktgruppen



Umsatz nach Regionen



Quelle: Unternehmen

Management

Das Management der Cantourage Group SE ist sowohl im Vorstand als auch im Aufsichtsrat mit branchenerfahrenen Experten besetzt. Philip Schetter führt das Unternehmen als CEO, während mit Dr. Florian Holzapfel sowie Patrick Hoffmann zwei der ursprünglichen Gründungsmitglieder im Aufsichtsrat vertreten sind. Weitere Vorstandsmitglieder sind Frau Constanze Pelzer sowie die Herren Bernd Fischer und Bernhard Retzer.



Der CEO **Philip Schetter** konnte während seiner beruflichen Laufbahn bereits frühzeitig Branchenexpertise erlangen. Nachdem er seine akademische Karriere nach einem abgeschlossenen Studium im Bereich Wirtschaftsingenieurwesen sowie der Wirtschaftswissenschaften erfolgreich beendet hatte, konnte er über zahlreiche Projekte im Rahmen seiner Tätigkeit bei einer Strategieberatung erste Erfahrungen sammeln (insbesondere bei DAX30-Unternehmen). Anschließend folgte der Eintritt in die Aurora Gruppe, einem Unternehmen der Cannabis-Industrie. Als Direktor der Aurora Europe GmbH verantwortete er den Aufbau des europäischen Produktions- sowie Vertriebsnetzes und leitete zuletzt in der Position als Geschäftsführer die europäische Expansion des Konzerns.



Zu Beginn 2023 erweiterte **Bernd Fischer** in seiner Position als CFO den Vorstand, in der er insbesondere die Bereiche Finanzplanung, Accounting, Reporting sowie Investor Relation verantwortet. Mit mehr als 20 Jahren Erfahrungen in Führungspositionen im Finanzbereich bringt Herr Fischer Expertise verschiedener Geschäftsmodelle in die Gruppe mit ein – vom Einzelhandel bis zum E-Commerce-Unternehmen. So hatte er zuvor beispielsweise die CFO-Position bei der SPIELE MAX AG sowie elumeo SE inne. Bei Letzterer begleitete er zudem den Börsengang.



Constanze Pelzer, eine ursprüngliche Mitgründerin der Cantourage, arbeitet als Director of Quality und verantwortete in dieser Position die initiale Genehmigung aller im Umgang mit arznei- und betäubungsmittelrechtlichen erforderlichen Lizenzen sowie fortlaufend derer Aufrechterhaltung. Frau Pelzer ist ausgebildete Apothekerin und seit 2016 in der Cannabis-Industrie tätig.

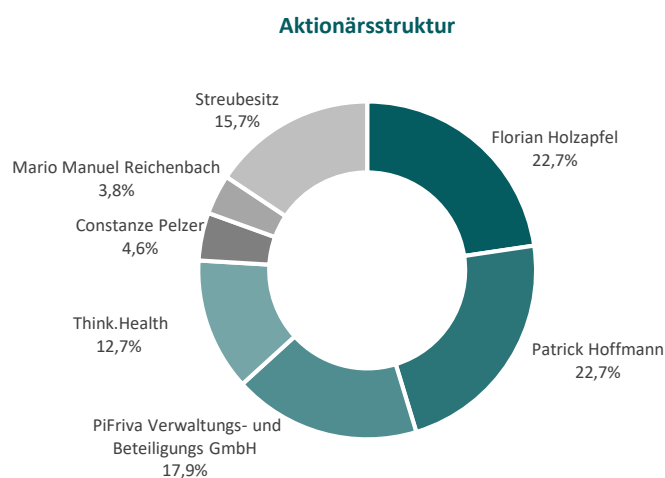


Bernhard Retzer ist seit Dezember 2020 bei der Cantourage als Global Sales Director tätig. Nach seinem erfolgreich absolvierten Masterstudium in den Wirtschaftswissenschaften arbeitete Herr Retzer bei verschiedenen Unternehmen mit Fokus auf dem Sales-Bereich. In 2018 wechselte er zu Aurora, war damit ein weiterer Wegbegleiter von Herrn Schetter und gründete dort in der Funktion als Direktor zuerst im Bereich Business Development und anschließend im Bereich Vertrieb und Operations Europa mehrere Tochtergesellschaften der Gruppe. Bei Cantourage verantwortete er insbesondere den Launch des ersten kanadischen hochqualitativen Craft Cannabis auf dem deutschen Markt.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der Cantourage Group SE notieren seit dem ersten Handelstag am 11. November 2022 im Scale-Segment der Frankfurter Börse. Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 12.467.479 Euro.

Die Aktionärsstruktur der Cantourage GmbH wird maßgeblich von den Unternehmensgründern geprägt, von denen vier von fünf insgesamt 71,6% der Stimmrechte kontrollieren. Dr. Florian Holzapfel, der dem Aufsichtsrat angehört, sowie Patrick Hoffmann, der stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender ist, halten jeweils 22,7% sowie zusätzlich 17,9% der Stimmrechte über ihre gemeinsame Beteiligungsgesellschaft PiFriva. Weitere Gründer, Constanze Pelzer, verantwortlich für die Qualitätskontrolle sowie Mario Reichenbach, der nicht mehr im Unternehmen tätig ist, besitzen 4,6% bzw. 3,8% der Aktien. Darüber hinaus ist der auf den Gesundheitsbereich spezialisierte Seed-Investor Think.Health mit 12,7% beteiligt, während sich die verbleibenden 15,7% der Aktien im Streubesitz befinden.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Cantourage Group SE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	0,5	5,2	14,1	26,7	46,3	75,2
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	0,5	5,2	14,1	26,7	46,3	75,2
Materialaufwand	1,1	3,4	11,2	17,3	29,4	47,0
Rohertrag	-0,6	1,8	2,9	9,3	16,9	28,2
Personalaufwendungen	0,0	0,9	2,0	4,0	6,9	9,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	1,7	3,5	5,2	8,6	13,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4
EBITDA	-0,6	-0,8	-2,5	0,3	1,6	6,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5
EBITA	-0,6	-1,0	-2,6	0,1	1,3	5,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,6	-1,0	-6,3	-3,6	-2,4	1,8
Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,6	-1,0	-6,3	-3,6	-2,4	1,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-1,0	-6,3	-3,6	-2,4	1,9
EE-Steuern	0,0	0,3	0,5	-0,6	-0,7	0,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-0,6	-1,2	-6,8	-3,0	-1,7	1,3
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-0,6	-1,2	-6,8	-3,0	-1,7	1,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-0,6	-1,2	-6,8	-3,0	-1,7	1,3

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Cantourage Group SE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	207,7%	64,9%	79,1%	65,0%	63,5%	62,5%
Rohertrag	-107,7%	35,1%	20,9%	35,0%	36,5%	37,5%
Personalaufwendungen	0,0%	18,2%	14,5%	15,0%	15,0%	12,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0%	32,9%	24,8%	19,5%	18,5%	17,5%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITDA	-107,7%	-15,8%	-17,9%	1,0%	3,5%	8,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0%	2,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
EBITA	-107,7%	-18,6%	-18,6%	0,3%	2,8%	7,3%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	26,3%	13,9%	8,0%	4,9%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-107,7%	-18,6%	-44,9%	-13,6%	-5,2%	2,4%
Finanzergebnis	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-107,7%	-18,6%	-44,8%	-13,5%	-5,1%	2,5%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-107,7%	-18,6%	-44,8%	-13,5%	-5,1%	2,5%
EE-Steuern	0,0%	5,1%	3,5%	-2,3%	-1,5%	0,7%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-107,7%	-23,7%	-48,3%	-11,2%	-3,6%	1,7%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-107,7%	-23,7%	-48,3%	-11,2%	-3,6%	1,7%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	-107,7%	-23,7%	-48,3%	-11,2%	-3,6%	1,7%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Cantourage Group SE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	8,3	33,5	30,1	26,8	23,9
Sachanlagen	0,1	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,2	8,7	34,0	30,4	26,8	23,3
Vorräte	0,3	1,1	0,4	3,3	4,9	6,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,1	1,1	4,3	5,8	11,4	19,6
Liquide Mittel	1,0	2,1	4,1	2,8	1,4	1,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	1,4	4,5	8,8	11,9	17,7	28,2
Bilanzsumme	1,6	13,1	42,8	42,3	44,5	51,5
PASSIVA						
Eigenkapital	1,6	11,9	38,3	35,3	33,7	34,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Rückstellungen	0,0	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,7	2,7	5,2	9,1	14,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Verbindlichkeiten	0,0	1,2	4,6	7,1	11,0	16,7
Bilanzsumme	1,6	13,1	42,8	42,3	44,5	51,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Cantourage Group SE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,0%	63,2%	78,3%	71,1%	60,3%	46,4%
Sachanlagen	4,3%	2,9%	1,1%	0,7%	-0,1%	-1,1%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	12,3%	66,1%	79,5%	71,8%	60,3%	45,3%
Vorräte	19,6%	8,2%	0,9%	7,8%	11,0%	13,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,1%	8,3%	9,9%	13,7%	25,6%	38,1%
Liquide Mittel	60,7%	15,9%	9,7%	6,5%	3,1%	3,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	3,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	89,4%	34,0%	20,5%	28,1%	39,7%	54,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	100,0%	90,6%	89,6%	83,5%	75,7%	67,9%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Rückstellungen	0,0%	2,5%	1,5%	1,6%	1,5%	1,3%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0%	5,5%	6,4%	12,3%	20,4%	28,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0%	1,4%	2,9%	2,9%	2,8%	2,4%
Verbindlichkeiten	0,0%	9,4%	10,9%	16,8%	24,7%	32,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

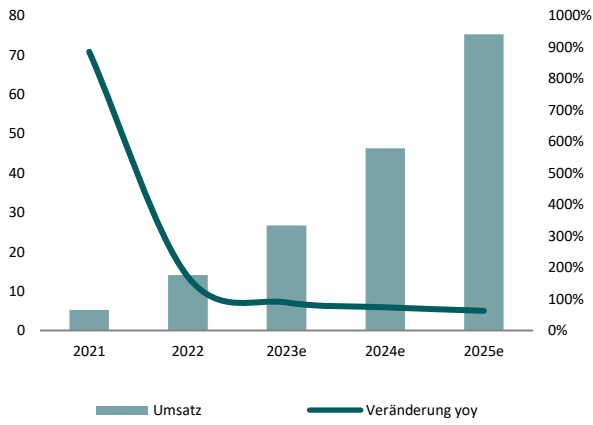
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Cantourage Group SE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,6	-1,2	-6,8	-3,0	-1,7	1,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,2	1,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-0,6	-0,9	-1,3	0,9	2,4	5,5
Veränderung Working Capital	-0,4	-0,9	-0,6	-2,0	-3,3	-4,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1,0	-1,8	-1,9	-1,1	-0,9	1,1
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-1,0	-1,8	-1,9	-1,4	-1,4	0,4
Endbestand liquide Mittel	-1,0	-0,8	0,2	2,8	1,4	1,8

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

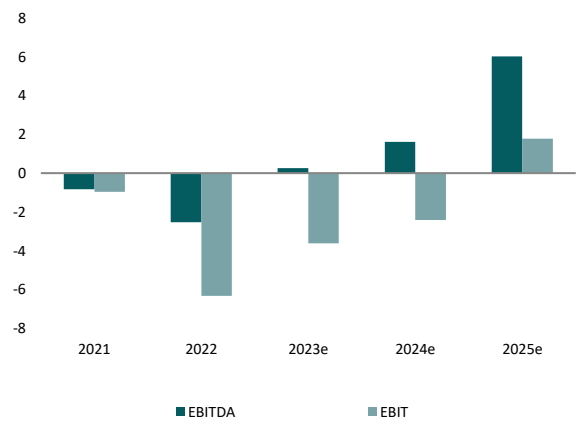
Kennzahlen Cantourage Group SE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	-107,7%	35,1%	20,9%	35,0%	36,5%	37,5%
EBITDA-Marge (%)	-107,7%	-15,8%	-17,9%	1,0%	3,5%	8,0%
EBIT-Marge (%)	-107,7%	-18,6%	-44,9%	-13,6%	-5,2%	2,4%
EBT-Marge (%)	-107,7%	-18,6%	-44,8%	-13,5%	-5,1%	2,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	-107,7%	-23,7%	-48,3%	-11,2%	-3,6%	1,7%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	-156,5%	-18,6%	-28,9%	-10,9%	-7,5%	5,5%
ROE (%)	-570,4%	-77,2%	-57,4%	-7,8%	-4,7%	3,9%
ROA (%)	-35,7%	-9,4%	-15,9%	-7,1%	-3,7%	2,5%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-1,0	-2,1	-4,1	-2,8	-1,4	-1,8
Net Debt / EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	-10,4	-0,8	-0,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1,0	-1,8	-1,9	-1,4	-1,4	0,4
Capex / Umsatz (%)	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	78%	16%	11%	11%	12%	12%
Bewertung						
EV/Umsatz	199,6	20,3	7,5	4,0	2,3	1,4
EV/EBITDA	-	-	-	398,4	65,3	17,6
EV/EBIT	-	-	-	-	-	59,5
EV/FCF	-	-	-	-	-	272,5
KGV	-	-	-	-	-	88,1
KBV	68,7	9,3	2,9	3,1	3,3	3,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

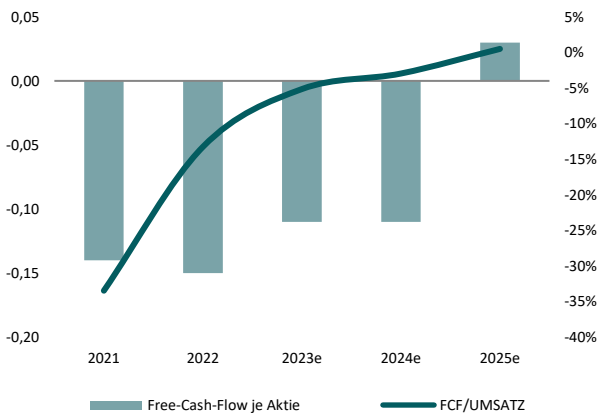
Umsatzentwicklung



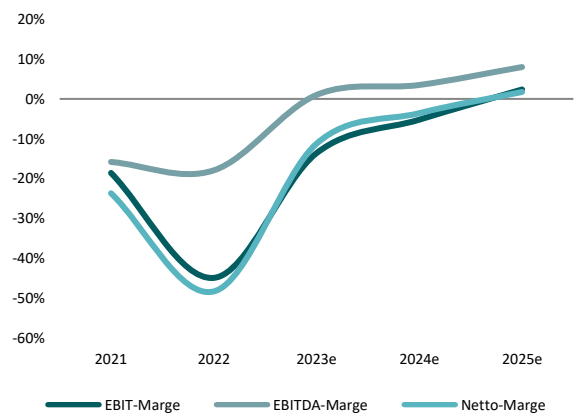
Ergebnisentwicklung



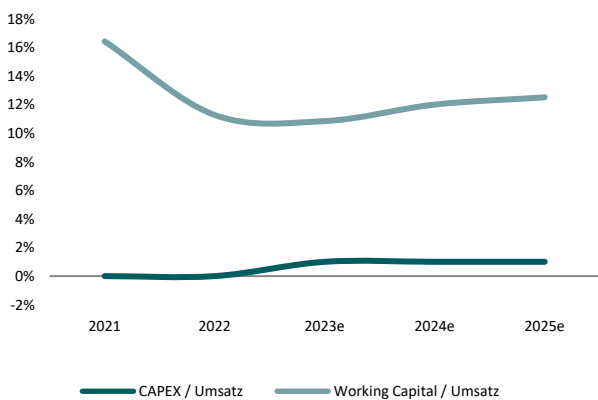
Free Cash Flow-Entwicklung



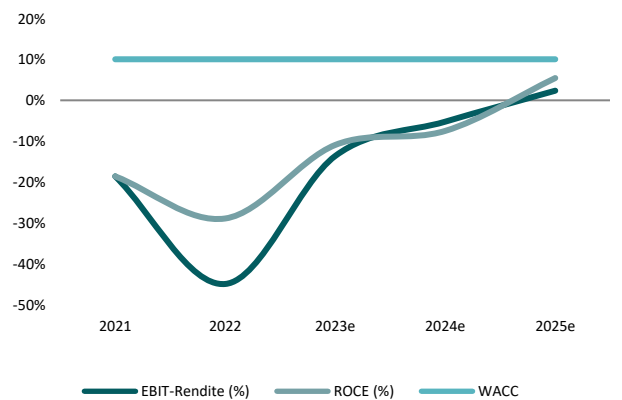
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	19.10.2023	8,82	10,50	+19%
