

Redo för kommersialisering

Med GRAS SA-godkännande av CarbiAXOS runt hörnet står Carbiotix AB ("Carbiotix" eller Bolaget) nu redo att skala upp produktionen, bl.a. genom partnerskap med en kontraktstillverkare i USA, för att börja leverera stark omsättnings-tillväxt framgent. De Pre sales-aktiviteter som har utförts under godkännandeprocessen väntas leda till en snabbare kommersialisering och Bolaget antas även ha dragit lärdomar under processen vilka kan effektivisera produktionsprocessen samt godkännanden på andra marknader, exempelvis Europa. Baserat på en estimerad nettoomsättning om ca 46 MSEK för helåret 2025, en applicerad P/S-multipel om 5x, samt en diskonteringsränta om 12 %, resulterar det i ett nuvärde per aktie om 8,0 kr (13,2) i ett Base scenario.

Ny CarbiAXOS-process fördubblar produktionen

I samband med den feedback som Carbiotix erhöll genom GRAS SA-processen så har Bolaget utvecklat en ny produktionsprocess, vilken bl.a. ökar produktionen av den aktiva ingrediensen med minst 100 %. Förändringen väntas medföra att Bolaget kan skala upp produktionen på ett effektivare sätt vid ett GRAS SA-godkännande, och därmed växa försäljningen i en snabbare takt jämfört med tidigare produktionsprocess.

Fyller på kassan

Carbiotix meddelade den 27 april år 2023 att Bolaget har beslutat om att genomföra en företrädesemission om högst 12 MSEK. Med nettolikviden avser Carbiotix slutföra GRAS SA-processen för CarbiAXOS med den nya produktionsprocessen, lämna in en Novel Foods-ansökan som tillåter försäljning av CarbiAXOS i Europa och uppgradera produktionsanläggningen i Bjuv. Emissionen är säkerställd till 100 %, bl.a. av medlemmar i ledning och styrelse, vilket Analyst Group ser positivt på.

Omfattande marknad i tillväxt

Den globala marknaden för prebiotika värderades till 6,1 mdUSD år 2021 och väntas växa med en CAGR om 14,9 % tills år 2030 för att då uppgå till 21,1 mdUSD. Carbiotix prebiotiska fiber CarbiAXOS väntas ha ett lågt marknadspris samtidigt som anpassningsförmågan till varje specifik kund är hög, något som ses som en konkurrensfördel, varför Analyst Group anser att Bolaget har möjligheter till att vinna marknadsandelar.

Uppdaterat värderingsintervall

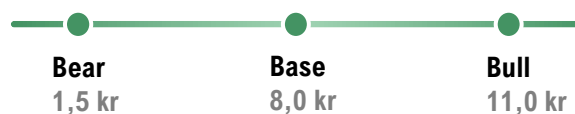
Då GRAS SA-godkännandet dragit ut på tiden har vi uppdaterat våra prognoser med hänsyn till en senare försäljningsstart. Däremot kvarstår vår vy kring Carbiotix på lång sikt, där de Pre sales-aktiviteter som utförts väntas leda till en mer effektiv kommersialiseringprocess och dessutom väntas den uppdaterade produktionsprocessen medföra bättre förutsättningar för en snabb uppskalning. Givet de uppdaterade prognoserna, samt en ökning i antal aktier i samband med den kommunicerade företrädesemissionen där vi utgår från full teckning, presenteras i denna analysuppdatering ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion.

¹Efter pågående företrädesemission, givet full teckning

²Givet kassan vid utgången av Q1-23 och en tillkommande nettolikvid om ca 9,3 MSEK från företrädesemissionen.

³Exkl. aktiverat arbete.

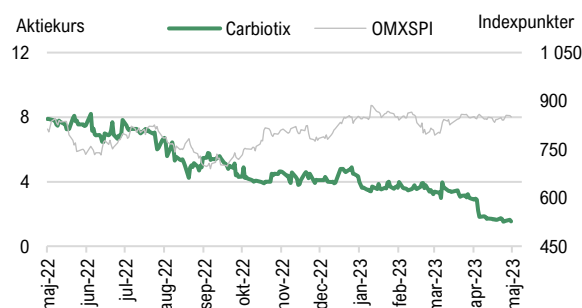
VÄRDERINGSINTERVALL



NYCKELDATA

Senast betalt (2023-05-26)	1,66
Antal Aktier (st.)	20 736 229 ¹
Market Cap (MSEK)	34,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-10,2 ²
Enterprise Value (MSEK)	24,1
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 2 2023	2023-08-08

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Kristofer Cook	17,5 %
Peter Falck	13,9 %
Avanza Pension	7,9 %
Pavel Coufal	5,4 %
Nordnet Pensionsförsäkring	3,4 %

PROGNOSER (MSEK)

	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,4	7,6	24,9	45,5
Bruttokostnader	-0,9	-2,1	-5,7	-10,3
Bruttoresultat	2,2	8,2	21,9	37,8
Bruttomarginal (adj.) ³	n.a.	73%	77%	77%
Rörelsekostnader	-14,4	-17,2	-22,3	-28,6
EBIT	-12,3	-9,0	-0,4	9,3
EBIT-marginal (adj.) ³	neg.	neg.	neg.	14,5%
P/S	NM	4,5	1,4	0,8
EV/S	NM	3,2	1,0	0,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	2,5
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	2,6

Innehållsförteckning

Kvartalsuppdatering	3
Företrädesemission	4
Investeringsidé	5
Marknadsanalys	6
Finansiell prognos	7
Värdering	8
Appendix	9
Disclaimer	10

OM BOLAGET

Carbiotix grundades år 2014 och är ett bioteknikbolag verksamma inom mikrobiomområdet. Bolaget drivs idag utifrån två verksamhetsben; utveckling och försäljning av det prebiotiska fibret CarbiAXOS som en kosttillskotts- och kosmetikingrediens samt försäljning av B2B konsumenttestet LinkGut för tarmhälsa. CarbiAXOS är en ny prebiotisk ingrediens på marknaden som förbättrar tarmhälsan, varför det finns synergieffekter med LinkGut som kan validera effekterna av CarbiAXOS. Carbiotix har varit noterade på Spotlight Stock Market sedan oktober år 2019.

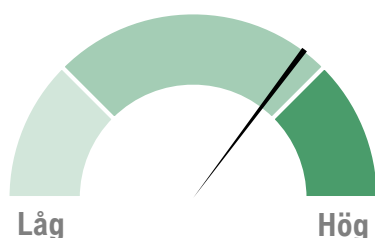
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Kristofer Cook
Styrelseordförande	Jonas Danielsson

ANALYTIKER

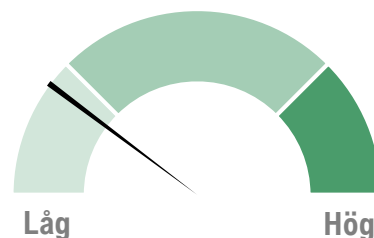
Namn	Patrik Olofsson och Axel Ljunghammer
Telefon	+46 707 992 612
E-mail	patrik.olofsson@analystgroup.se

Värde drivare



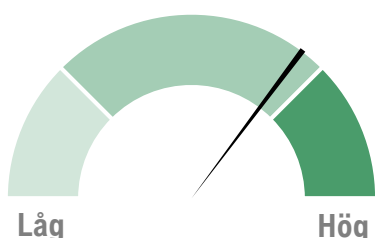
Carbiotix har flera värde drivare i korten både på kort och lång sikt. På kort sikt väntas ett GRAS SA-godkännande för CarbiAXOS, vilket möjliggör för Bolaget att kunna påbörja försäljningen i USA, varefter Carbiotix väntas ansöka om godkännande även i Europa. En hög och uthållig tillväxt på den globala marknaden för prebiotika utgör en mer långsiktig värde drivare, där en tillväxt med en CAGR om 14,9 % estimeras fram till år 2030.

Lönsamhet



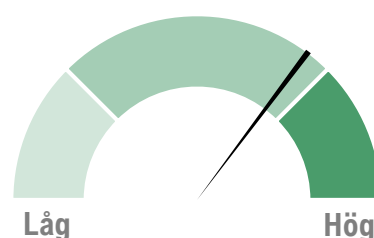
Carbiotix har likt andra utvecklingsbolag en historia av svag lönsamhet, hänförligt till höga kostnader i samband med forskning, i kombination med låg omsättning innan Bolagets produkter har kommersialiserats. I takt med att försäljning i större skala påbörjas, väntas en succesivt bättre lönsamhet, då Analyst Group bedömer att Bolaget utvecklas med god kostnadskontroll. Betyget är historiskt grundat och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



I samband med årsstämman kommer nuvarande VD Kristofer Cook att lämna sin post och föreslås bli ny styrelseordförande, samtidigt kommer Erik Deaner, nuvarande COO, att ta över som VD. Erik har en gedigen erfarenhet av försäljning och att leda affärsutvecklingsteam, vilket väntas bli viktigt vid kommersialisering. Insynsägandet uppgår, före företrädesemissionen under juni år 2023, där medlemmar i ledning och styrelse har säkerställt emissionen till viss del, till 18,3 %, vilket skapar incitament att leverera aktieägarvärde.

Risk



CarbiAXOS väntar fortsatt på ett GRAS SA-godkännande, vilket utgör en viss operativ risk, även om Analyst Group anser att ett godkännande kan komma i närtid. Vidare är tillgänglig likviditet viktig att bevaka, där Analyst Group estimerar, givet en fullteknad företrädesemission under juni år 2023, att Bolaget är finansierade tills årsskiftet år 2023/2024, baserat på en genomsnittlig *burn rate* om -1,0 MSEK per månad, allt annat lika samt exklusive T02 som kan komma att stärka kassan i oktober år 2023.

Ökad försäljning och minskade kostnader

Ökad omsättning

Under Q1-23 uppgick omsättningen till 0,4 MSEK, vilket var en ökning både mot jämförbart kvartal förra året (0,0) samt föregående kvartal (0,3), om än från låga nivåer. Ökningen antas vara hänförlig till en ökad försäljning av LinkGut, till följd av en ökning i antalet partnerförfrågningar. Carbiotix har under de senaste åren byggt upp en omfattande potentiell partnerdatabas, till vilken Bolaget nu har ökat sina marknadsföringsaktiviteter, något som väntas leda till fortsatt tillväxt även framgent då LinkGut är det billigaste, mest flexibla B2B-konsumentmikrobiom-testet på marknaden. Gällande kostnaderna så uppgick de totala rörelsekostnaderna till 3,8 MSEK, en minskning från föregående kvartal då rörelsekostnaderna uppgick till 4,1 MSEK.

Har förbättrat produktionsprocessen för CarbiAXOS

Carbiotix meddelade under det första kvartalet att Bolaget har förbättrat produktionsprocessen avseende CarbiAXOS, som en följd av feedbacken i GRAS SA-processen. De förbättringar som har gjorts avser främst att produktionen av den aktiva ingrediensen ökade med minst 100 % såväl som kostnads-, miljö- och säkerhetsförbättringar. Sammantaget medför den förbättrade produktionsprocessen att fler produkter kan produceras under samma produktionstid, till en lägre kostnad och med förbättrad säkerhet, vilket innebär att Analyst Group anser att Carbiotix nu står bättre rustade för en kommersialisering av CarbiAXOS så fort ett GRAS SA-godkännande har erhållits.

Fyller på kassan vi en företrädesemission

Tillförs ca
12 MSEK genom
företrädesemission

Under april kommunicerade Carbiotix att Bolaget avser genomföra en företrädesemission av units om högst ca 12 MSEK före emissionskostnader. Carbiotix har för avsikt att använda nettolikviden för att bl.a. återbetala det bryggglån om 4 MSEK som upptogs den 4:e april år 2023, men även slutföra GRAS SA-processen för CarbiAXOS med den nya produktionsprocessen, lämna in en Novel Foods-ansökan som tillåter försäljning av CarbiAXOS i Europa och uppgradera produktionsanläggningen i Bjuv. Samtliga nämnda investeringar ser Analyst Group som viktiga steg för att kunna skala upp verksamheten under kommande år och nå ett positivt kassaflöde. När GRAS SA-godkännande erhålls för CarbiAXOS från majsfibrer, vilket väntas vara på plats under år 2023, anser Analyst Group att Carbiotix har flera viktiga bitar på plats för att kunna skala upp försäljningen på ett effektivt sätt. Bolaget har lanserat CarbiAXOS i USA, varpå en stadig tillväxt avseende kundförfrågningar har skett, något som väntas medföra en snabbare uppskalning av försäljningen. Därtill har ett avtal med en kontraktstillverkningspartner tecknats, vilka initialt kommer tillverka de första CarbiAXOS-produkterna vilket leder till en snabbare kapacitetsutbyggnad samtidigt som det minskar investeringsbehovet i den egna produktionsanläggningen på kort sikt. Samtidigt kommer produktionsanläggningen i Bjuv initialt användas för att tillverka kosmetiska ingredienser, samt på längre sikt även kosttillskottstillämpningar, varför Analyst Group ser investeringar i denna som fortsatt viktiga. Med hjälp av en påfylld kassa kan dessa aktiviteter utföras, varpå en stark omsättningstillväxt estimeras.

Den operativa kapitalförbrukningen uppgick under Q1-23 till -1,9 MSEK/månad, att jämföra med -0,7 MSEK/månad samt -0,8 MSEK/månad under föregående två kvartal, där förändringen främst är hänförlig till ett sämre rörelsekapital. Vi har tidigare sett att förändringar i rörelsekapitalet varierar mellan kvartalen, exempelvis uppvisade Carbiotix under Q4-22 en tydligt positiv förändring i rörelsekapital, varför vi inte lägger någon större vikt vid detta. Vid utgången av Q1-23 uppgick kassan till 0,9 MSEK, varefter ett lån om 4 MSEK upptogs. Givet att Bolaget väntas tillföras ca 9,3 MSEK i nettolikvid i samband med företrädes-emissionen samt med en estimerad genomsnittlig *burn rate* om -1,0 MSEK/månad under Q2-23 och framgent, är Carbiotix finansierade fram tills årsskiftet år 2023/2024, allt annat lika. Under oktober år 2023 kan Bolaget komma att tillföras 4,8-15 MSEK via teckningsoptioner av serie TO2, vilket skulle stärka kassan.

Finansierade tills
vintern år 2024

Uppdaterat värderingsintervall

Med hänsyn till att processen med ett GRAS SA-godkännande har försenats så har vi valt att uppdatera våra prognoser. Rent operativt anser vi att Carbiotix utvecklats i rätt riktning och i samband med den utdragna ansökningsprocessen har Bolaget utfört Pre sales-aktiviteter samt förbättrat produktionsprocessen vilket väntas leda till att när ett potentiellt godkännande väl erhålls så kan försäljningen ta fart snabbare. Vidare har Bolaget erhållit ytterligare feedback från marknaden, vilket väntas leda till en än mer effektiv kommersialisering. Givet förseningen i processen gällande GRAS SA-godkännande har vi valt att uppdatera våra prognoser, vilket, i kombination med en ökning av antalet aktier i samband med företrädesemissionen, medför ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga av våra scenarion Base, Bull och Bear.

Den 27:e april år 2023 kommunicerade Carbiotix att Bolaget avser genomföra en företrädesemission av units om högst ca 12 MSEK före emissionskostnader. Samtliga befintliga aktieägare erhåller en (1) uniträtt för varje en innehavd (1) aktie som ägs på avstämningsdagen den 15 maj 2023. Nio (9) uniträtter ger rätt att teckna en (1) unit, bestående av fyra (4) nya aktier och två (2) teckningsoptioner av serie TO2. Teckningskursen är 7,52 SEK per unit, motsvarande en kurs om 1,88 SEK per aktie, där teckningsoptionerna emitteras vederlagsfritt. Företrädesemissionen är skriftligt säkerställd av medlemmar i styrelse, ledning och externa investerare till totalt 100 procent (motsvarande cirka 12 MSEK) genom tecknings- och garantiåtaganden. Teckningsåtaganden uppgår till cirka 1,5 MSEK, vilket motsvarar cirka 12,5 procent av Företrädesemissionen. Garantiåtaganden uppgår till totalt cirka 10,5 MSEK, motsvarande cirka 87,5 procent av Företrädesemissionen. Det totala antalet aktier kommer genom företrädesemissionen öka med högst 6 380 376 aktier, från 14 355 853 till 20 736 229. Utspädningen för de aktieägare som inte tecknar units i företrädesemissionen uppgår till ca 30,8 % och i det fall samtliga teckningsoptioner av serie TO2 nyttjas för teckning av aktier tillkommer en ytterligare utspädning om högst ca 13,3 %.

Nettoemissionslikviden, efter emissionskostnader och återbetalning av det lån om ca 4 MSEK som upptogs i april år 2023, ska bl.a. användas för att finansiera slutföring av GRAS SA-processen för CarbiAXOS, slutföring av regulatoriska krav för att sälja CarbiAXOS som en kosmetisk ingrediens globalt och uppskalning av produktionen av CarbiAXOS, samt inlämning av en Novel Foods-ansökan som tillåter försäljning av CarbiAXOS i Europa som en kosttillskottsingrediens.

Carbiotix kommande företrädesemission i korthet

12 MSEK

Tillförs Carbiotix från företrädesemissionen före emissionskostnader, vid full teckning

7,52 SEK

Pris per Unit

**17 maj – 2 juni
2023**

Teckningsperiod

Om TO2

De vidhängande teckningsoptionerna av serie TO2 ger rätt att under perioden 12 - 26 oktober 2023 där varje teckningsoption av serie TO2 ger rätt att teckna en (1) ny aktie i Bolaget. Teckningskursen vid teckning av aktier med stöd av teckningsoptionerna av serie TO2 uppgår till 70 procent av den volymvägda genomsnittskursen (VWAP) under en period av tjugo (20) handelsdagar som avslutas två (2) bankdagar före nyttjandeperiodens början och teckningskursen kommer att fastställas inom intervallet 1,50-4,70 SEK per ny aktie. Om teckningsoptionerna av serie TO2 därtill utnyttjas fullt ut kan Carbiotix tillföras ytterligare ca 15 MSEK som högst.

Pre-Money värdering

14 355 853

Antal aktier innan emission



1,88 SEK

Teckningskurs



27,0 MSEK
Market Cap
(Pre-Money)

+ 12 MSEK

Vid full teckning



Post-Money värdering

20 736 229

Antal aktier efter emission
(givet full teckning)



1,88 SEK

Teckningskurs



39,0 MSEK
Market Cap
(Post-Money)

En global marknad i tillväxt gynnar Carbiotix

Marknaden för prebiotika är minst sagt omfattande, där marknadsstorleken estimeras växa med 14,9 % årligen (CAGR) tills år 2030, för att då nå ett värde av 21,1 mdUSD. En ökad uppmärksamhet avseende tarmhälsa väntas driva marknaden framgent, till följd av en ökad diagnosticering av sjukdomar som härstammar från tarmen. Carbiotix prebiotiska fiber CarbiAXOS riktar sig därmed mot marknader som ger ett bra utrymme att växa i. Det ska då även tilläggas att den adresserbara diagnostikmarknaden vilken t.ex. Carbiotix testtjänst LinkGut riktar sig mot, har uppvisat en årlig omsättning om ca 100 MEUR. Om Carbiotix kan kapitalisera på endast en mindre del av nämnda marknader, skulle det innebära betydande intäkter.

Omfattande
marknad

Marknadsgodkännande i sikte

Gällande marknadsgodkännande i USA med status *Generally Regarded As Safe (GRAS) self-affirmation* så förväntas detta kunna vara på plats under år 2023, för att försäljningen därefter ska kunna påbörjas. Efter lanseringen av CarbiAXOS kosttillskottsingrediensen i USA siktar Carbiotix på lansering inom Europa, vilket väntas ske under år 2025. Carbiotix förväntas kunna "återanvända" delar av det material som krävs för att erhålla godkännande i USA, vilket bör underlätta lanseringen inom övriga marknader då det kan snabba på regulatoriska processer. Bolaget kommer initialt fokusera på avancerade kosttillskott och kosmetiska ingredienser, vilka kan användas enskilt, i blandningar eller i kombination med medicinska tillämpningar och terapier. När väl produkterna nått marknaden blir det viktigt att kunna skala upp tillverkningskapaciteten vid Bolagets egna produktionsanläggning i Bjuv. Genom erhållen feedback kopplad till ansökningsprocessen för GRAS SA-godkännande har flera förbättringar genomförts avseende produktionsprocessen av CarbiAXOS. Förbättringarna avser bl.a. en ökad produktion av den aktiva ingrediensen om minst 100 %, en säkrare produkt, vilket kan påskynda marknadsgodkännande på nya marknader, samt en bättre anpassningsförmåga av produkten för att möta olika kundbehov. Således anser Analyst Group att Carbiotix nu har flera viktiga bitar på plats för en lyckad kommersialisering av CarbiAXOS. Genom att parallellt fortsätta knyta till sig fler LinkGut-partners, som i sig är intäktsbringande men framförallt potentiella köpare av CarbiAXOS-produkter, ges rätt förutsättningar för att Carbiotix snabbt ska kunna nå en växande försäljningsvolym.

Vidare har Carbiotix tecknat ett avtal med ett probiotikaföretag för att utveckla synbiotika med hjälp av Carbiotix prebiotiska kosttillskottsingredienser. Synbiotika innebär en kombination av prebiotika och probiotika, varför samarbetet har potential att exponera Bolaget mot den globala marknaden för probiotika, vilken estimeras uppgå till ca tre gånger storleken mot den globala marknaden för prebiotika, varför avtalet anses utgöra ytterligare en värde drivare för Carbiotix framgent.

Anpassningsbara produkter skapar konkurrensfördelar

Vad som får Carbiotix som bolag att ha en *edge* i marknaden jämfört med peers är Bolagets höga grad av anpassningsförmåga. Då CarbiAXOS förväntas användas i ett brett utbud av kosttillskotts- och kosmetiska produkter krävs det en hög grad av anpassning av ingredienserna för att tillfredsställa varje kunds behov. Genom att förstå kundens produkt kan Carbiotix erbjuda rätt typ av ingrediens alternativt skapa en ny utifrån kundens behov, vilket Analyst Group ser som en stor konkurrensfördel. Vidare kan även resultatet valideras med hjälp av Carbiotix test LinkGut vilket också skapar en konkurrensfördel, likväl som synergier mellan Bolagets två intäktsben, vilka förväntas realiseras genom korsförsäljning av LinkGut och CarbiAXOS.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning öka under år 2023 för att uppgå till en omsättning om ca 7,6 MSEK, och därefter till ca 46 MSEK år 2025, där bl.a. marknadsgodkännande, tillverkningskapacitet, bredden i produktportföljen och LinkGut-tjänsten är avgörande faktorer på vägen. Baserat på en applicerad målmultipel om P/S 5x på 2025 års försäljning, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 8,0 kr.

Kommer att krävas investeringar framgent

Det återstår ännu regulatoriska processer, en bredare kommersialisering och fortsatt utvecklingsarbete för att öka försäljningen, där ett positivt rörelseresultat förväntas under år H2-24. Investeringar kommer behöva göras i större produktionskapacitet innan tillväxten på riktigt ska kunna ta fart och med en estimerad *burn rate* om ca -1 MSEK/månad under Q2-23 samt framgent, antas Carbiotix vara finansierade tills vintern år 2024, allt annat lika. Under oktober år 2023 kan Bolaget dock komma att tillföras 4,8-15,0 MSEK via teckningsoptioner av serie TO2, vilket skulle stärka kassan.

Expandera via LinkGut API

2023E
Lansering av:
CarbiAXOS
kosttillskott
samt kosmetisk
ingrediens

2024E
Ökad försäljning
av:
CarbiAXOS
kosttillskott
samt kosmetisk
ingrediens

2025E
Lansering av:
CarbiAXOS
kosttillskott
inom EU

~46 MSEK
Omsättning 2025E

21,1 mdUSD
föväntad
marknadsstorlek
år 2030

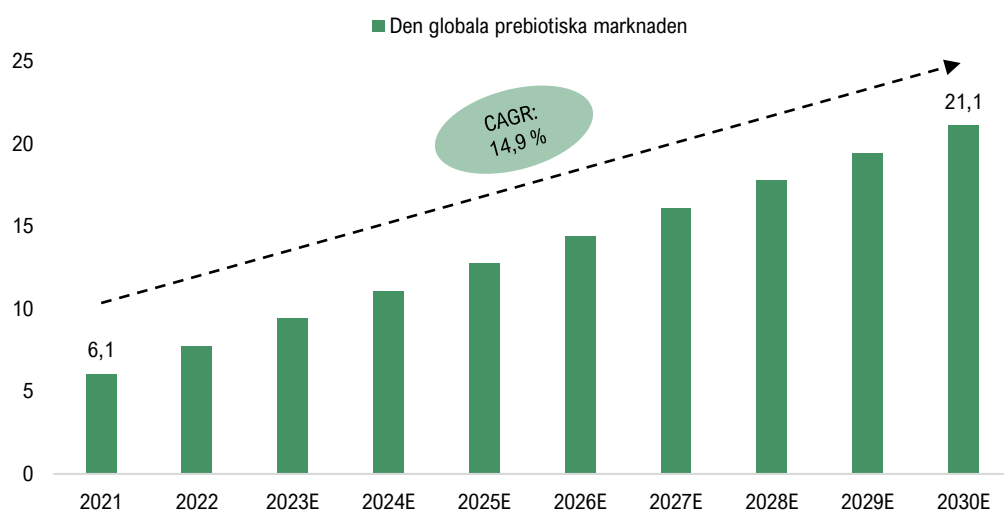
Flera drivkrafter talar för tillväxt

Den globala marknaden för prebiotika värderades till 6,1 mdUSD år 2021 och väntas växa med en CAGR om 14,9 % mellan åren 2022-2030, för att värderas till 21,1 mdUSD vid utgången av prognosperioden, enligt Grand View Research. Den främsta drivaren väntas vara en ökad efterfrågan av prebiotika givet de positiva hälsoeffekter som det ger. Prebiotika är sockermolekyler som når tjocktarmen där de gynnar tillväxten av hälsofrämjande bakterier och stärker immunförsvaret. Många utbredda kroniska sjukdomar, såsom hjärt-kärlsjukdomar, typ-2-diabetes och olika cancerformer, har stark koppling till för låg produktion av sådana bakterier, s.k. metaboliter¹, vilket är en anledning till den omfattande marknadsstorleken. En ökad förekomst av dessa sjukdomar, i kombination med sjukdomar som härstammar från tarmen, såsom förstoppning, Irritable Bowel Syndrome (IBS) och Gastroesofageal Reflux Disease (GRD) har ökat uppmärksamheten för tarmhälsa, vilket väntas fortsätta driva marknads tillväxt framgent².

Den globala marknaden för prebiotika väntas växa med en CAGR om 14,9 %.

Föväntad tillväxt, den globala prebiotiska marknaden
mdUSD

Flera
produktmässiga
fördelar mot
konkurrenter



Källa: Grand View Research

Carbiotix har goda möjligheter att kapitalisera på marknaden

Carbiotix väntas kapitalisera på dessa trender genom Bolagets prebiotiska fiber CarbiAXOS, vilket kan användas för att öka mängden nyttiga bakterier och metaboliter, som väntas ha flera fördelar mot nuvarande produkter på marknaden. Tack vare ett unikt framställande kan fiberet produceras på ett kostnadseffektivt sätt vilket gör det möjligt för CarbiAXOS att konkurrera prismässigt med de billigaste produkterna på marknaden samtidigt som det främjar en bättre tillväxt av nyttiga bakterier samt produktion av hälsofrämjande metaboliter. Genom erhållen feedback kopplad till GRAS SA-ansökan har Carbiotix kunnat förbättra produktionsprocessen, vilket har lett till att produktionen av den aktiva ingrediensen ökade med minst 100 %, bättre produktanpassningsförmåga samt en ännu säkrare produkt som kan underlätta framtida myndighetsgodkännanden på andra marknader. Anpassningsförmågan väntas vara en viktig faktor för att Carbiotix ska kunna vinna marknadsandelar framgent, där Bolaget kan anpassa CarbiAXOS- ingrediensen utefter kundens behov. Beroende på vilken typ av kosttillskotts- eller kosmetisk produkt kunden önskar applicera CarbiAXOS ingrediens i så kan Carbiotix anpassa ingrediensen utefter kundens behov, vilket skapar en konkurrensfördel.

¹Källa: Bolaget

²Källa: Grand View Research

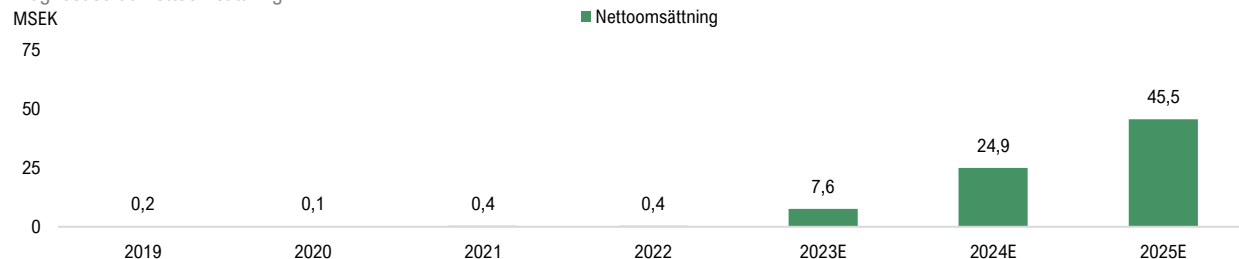
Omsättningsprognos 2022-2025

Analyst Groups finansiella estimat av Carbiotix utgår från de två huvudsakliga verksamhetsområdena; 1) *Diagnostikplattformen*, innehållande LinkGut, samt 2) *Modulatorer av mikrobiomet*, innehållande fiberprodukten CarbiAXOS som kosttillskotts- samt kosmetisk ingrediens. Således utgår de finansiella estimaten för de närmaste åren primärt från LinkGut och CarbiAXOS kosttillskotts- samt kosmetiska ingrediens, vilken väntas lanseras i USA år 2023 och Europa år 2025. LinkGut-testerna distribueras som en White Label och API-produkt och under senaste kvartalen har flera avtal ingåtts. LinkGut ger företag möjligheten att erbjuda en tarmhälsotesttjänst till sina kunder, och även kunna anpassa sina egna livsmedel och komplettera med nya produkter utan att behöva bygga om produktions- och distributionssystem. För Carbiotix blir därmed en LinkGut-partner också en potentiell kund för CarbiAXOS, vilket ger intäktssynergier. Målsättningen närmast är att CarbiAXOS ska erhålla marknadsgodkännande för försäljning i USA, och därefter i Europa. Prissättningen antas likna den för Inulin, ett etablerat prebiotika på marknaden idag, där Analyst Group antar en prisnivå omkring 9-12 USD/kg över tid (även om initialt en högre prisbild kan vara att vänta). Förutsättningar finns för stigande bruttomarginaler vid ökad volym, där volymökningen beror på bl.a. vilka och hur många LinkGut-avtal som kan ingås samt att Carbiotix lyckas investera i tillräcklig produktionskapacitet för att möta efterfrågan.

Tillväxten estimeras ta fart under år 2023, givet att ett godkännande för CarbiAXOS som kosttillskotts- ingrediens i USA, då Analyst Group anser att Carbiotix har utfört pre-sales aktiviteter vilka väntas medföra att en snabb uppskalning kan ske, varpå Analyst Group estimerar en nettoomsättning om 7,6 MSEK år 2023. Under resterande del av prognosperioden estimeras vidare en fortsatt stark tillväxt där Carbiotix förväntas utöka försäljningen av CarbiAXOS kosmetiska ingredienser globalt samt CarbiAXOS som kosttillskottsingrediens i USA. Under år 2025 väntas sedan Carbiotix slutföra Novel Foods-processen, vilket medför att försäljning av CarbiAXOS för kosttillskottstillämpningar kan börja sälja inom EU. Sammantaget förväntas omsättningen öka till 45,5 MSEK år 2025.

Från år 2023 estimeras tillväxten ta fart, där CarbiAXOS kosttillskottsingrediens förväntas vara den initiala drivaren.

Prognostiserad nettoomsättning

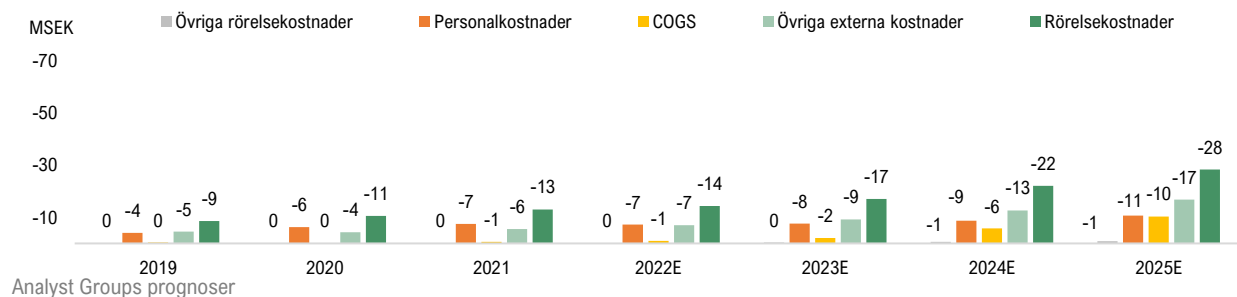


Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader 2022-2025

Vid försäljning av LinkGut har Carbiotix inga kostnader vare sig för marknadsföring eller lansering av tjänsten, då försäljning sker till partners som i sin tur säljer tarmhälsotester till konsumenter, vilket således innebär höga marginaler. Tillverkningskostnaden för CarbiAXOS antas initialt vara omkring 40-60 kr/kg, vilket antas minska i takt med ökad volym och skalfördelar. För den löpande rörelsen så kommer Carbiotix att behöva investera i bl.a. mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att Carbiotix erbjudande ska bli mer etablerat.

Personal- och övriga externa kostnader förväntas stå för större del av Carbiotix totala kostnader.



Analyst Groups prognoser

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Carbiotix.

Finansiell prognos, Base scenario

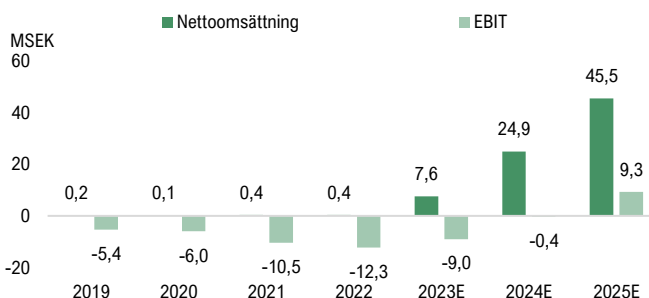
Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,2	0,1	0,4	0,4	7,6	24,9	45,5
COGS	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-2,1	-5,7	-10,3
Bruttoresultat (adj.)¹	3,2	4,6	2,6	2,2	8,2	21,9	37,8
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72,6%	77,1%	77,3%

Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-9,2	-12,6	-16,7
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,5	-8,7	-10,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,7	-0,9
EBITDA	-5,4	-6,0	-10,4	-12,1	-8,8	-0,1	9,6
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,2%

Analyst Groups prognoser

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.



Värdering: Base scenario

Då Carbiotix tillväxt estimeras ta fart 2023 och växa vidare i hög takt utgår värderingen från försäljningen. P/S-multiplar för Health- och Foodtech-bolag i tidig fas är generellt höga, till följd av en initialt låg omsättning. Över tid, i takt med en ökad försäljning, tenderar multiplar att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. Givet en målmultipel om P/S 5x på 2025 års försäljning om ca 46 MSEK, så resulterar det i ett bolagsvärde om ca 227 MSEK. Givet att Carbiotix är framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, estimeras det resultera i en försäljningsmässig effekt som kan ses tills år 2025, vilket därmed skulle anses som ett bevis på att Bolaget dels har ett attraktivt erbjudande, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group anser att 12 % diskonteringsränta är rimligt för Carbiotix i rådande läge, vilket utifrån ett bolagsvärde om ca 227 MSEK år 2025 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 8,0 kr idag i ett Base scenario.

8,0 KR
per aktie i ett
Base scenario

Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Carbiotix fortsätter Bolagets positiva trend och lyckas bredda sin räckvidd med LinkGut, vilka driver intäkter som därutöver möjliggör en högre försäljning av CarbiAXOS-baserade produkter.
- Efter den initiala 10-tonsanläggningen fortsätter produktkapaciteten att utvidgas, där egn investeringar tillsammans med tänkbare JV-avtal kan möjliggöra högre försäljningsvolymmer.
- Den fullskaliga lanseringen av CarbiAXOS i USA blir lyckad, vilket leder till snabbt ökade intäkter. Vidare erhålls ett godkännande för CarbiAXOS i Europa tidigare än i ett Base scenario, drivet av att delar av ansökningsprocessen kan "återanvändas" från GRAS SA-ansökan, vilket innebär att en större totalmarknad kan adresseras av Carbiotix.

Givet en diskonteringsränta om 12 % och en målmultipel om P/S 5x på 2025 års försäljning om 62 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 11,0 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser ska inträffa.³

Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Även om marknadsgodkännande förväntas erhållas för USA, och senare inom EU, måste Carbiotix fortsatt arbeta hårt för att initialt öka försäljningen av CarbiAXOS och därefter formatet för medicinsk mat. Konkurrensen är tuff och ledtider ska inte underskattas, även om LinkGut-erbjudandet kan underlätta.
- Vid ett scenario där initiala investeringar tas för att kunna hantera en större tillverkning längre fram, men försäljningen försenas, måste Bolaget hantera sin tillgängliga kassalikviditet effektivt för undvika att rådande *burn rate* åter upp kassan.
- Även om Carbiotix har en god kassa idag efter genomförd företrädesemission, kan ytterligare kapitalanskaffningar, utöver TO2, inte uteslutas där Bolagets prestation kommer avgöra hur pass attraktiva villkor en sådan eventuell anskaffning kan göras till.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämplad målmultipel om P/S 4x och en diskonteringsränta om 12 % motiveras ett nuvärde per aktie om 1,5 kr i ett Bear scenario.³

³Se Appendix sida 9 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

Base scenario, MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,8	0,2	0,1	0,4	0,4	7,6	24,9	45,5
Aktiverat arbete för egen räkning	1,6	3,3	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,4	3,5	4,8	3,3	3,1	10,3	27,6	48,2
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-2,1	-5,7	-10,3
Bruttoresultat	4,2	3,2	4,6	2,6	2,2	8,2	21,9	37,8
Bruttomarginal (adj.)	91%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73%	77%	77%
Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-9,2	-12,6	-16,7
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,5	-8,7	-10,6
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,7	-0,9
EBIT	-2,0	-5,4	-6,0	-10,5	-12,3	-9,0	-0,4	9,3
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14%
Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	19,6	NM	NM	NM	NM	4,2	1,3	0,7
EV/S	17,0	NM	NM	NM	NM	2,9	0,9	0,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,3
Bull scenario, MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,8	0,2	0,1	0,4	0,4	11,8	34,2	62,1
Aktiverat arbete för egen räkning	1,6	3,3	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,4	3,5	4,8	3,3	3,1	14,5	36,9	64,8
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-3,1	-8,2	-14,4
Bruttoresultat	4,2	3,2	4,6	2,6	2,2	11,4	28,7	50,3
Bruttomarginal (adj.)	91%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	74%	76%	77%
Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-10,6	-14,6	-19,6
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,8	-9,6	-12,4
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-1,1
EBIT	-2,0	-5,4	-6,0	-10,5	-12,3	-7,5	3,3	16,7
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2%	23%
Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	19,6	NM	NM	NM	NM	2,7	0,9	0,5
EV/S	17,0	NM	NM	NM	NM	1,8	0,6	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,1	1,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,7	1,3
Bear scenario, MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,8	0,2	0,1	0,4	0,4	2,8	6,4	10,9
Aktiverat arbete för egen räkning	1,6	3,3	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,4	3,5	4,8	3,3	3,1	5,5	9,1	13,6
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-0,8	-1,6	-3,0
Bruttoresultat	4,2	3,2	4,6	2,6	2,2	4,7	7,4	10,7
Bruttomarginal (adj.)	91%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72%	75%	73%
Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-7,8	-8,5	-9,4
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,3	-7,6	-8,0
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
EBIT	-2,0	-5,4	-6,0	-10,5	-12,3	-10,7	-9,1	-7,3
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	19,6	NM	NM	NM	NM	11,3	5,0	2,9
EV/S	17,0	NM	NM	NM	NM	7,7	3,4	2,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Carbiotix AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.