

Ökad intäktsdiversifiering skapar värde

Genom en förbättrad produktionsprocess av Carbiotix AB:s ("Carbiotix" eller Bolaget") prebiotiska fiber CarbiAXOS, vilken bl.a. innebär en mer effektiv och säker produkt samt en ökad lämplighet att använda fibret som en kosmetisk ingrediens, i kombination med ett avtal med ett globalt bolag för utveckling av synbiotika, har Carbiotix ökat antalet intäktsben att stå på. Ett GRAS SA-godkännande estimeras under Q4-23 för CarbiAXOS, där en snabbare kommersialisering väntas givet att Bolaget har bearbetat marknaden med *Pre sales*-aktiviteter. Baserat på en estimerad nettoomsättning om ca 31 MSEK för helåret 2025, en applicerad P/S-multipel om 3,5x, samt en diskonteringsränta om 12 %, resulterar det i ett nuvärde per aktie om 4,3 kr (8,0) i ett Base scenario.

▪ Fördubblar produktionskapaciteten

Efter en uppdatering av produktionsprocessen beträffande Carbiotix prebiotiska fiber CarbiAXOS, förväntas Bolaget nu erhålla GRAS SA-godkännande avseende två substrat under Q4-23 samt ett tredje under Q1-24, varefter försäljningen kan skalas upp i USA. Fram tills det blir det fortsatt viktigt att utföra *pre sales*-aktiviteter för att upprätthålla försäljningsmässigt momentum i väntan på godkännandet, vilket möjliggör att försäljningen kan ta fart snabbare då godkännande väl erhålls.

▪ Ökad lämplighet för CarbiAXOS som kosmetikaingrediens

Genom den uppdaterade produktionsprocessen har CarbiAXOS erhållit bättre egenskaper samt ökad lämplighet som en kosmetikaingrediens, vilket antas vara lättare att erhålla godkännande för samt kommersialisera, varför en lansering väntas under Q1-24. Försäljning av CarbiAXOS som kosmetikaingrediens bidrar till ytterligare ett intäktsben för Carbiotix att stå på, vilket i sig är värdeskapande.

▪ Avtal med globalt probiotikabolag

Carbiotix tecknade under Q2-23 ett avtal med ett ledande globalt probiotikaföretag med syftet att utveckla synbiotika, vilket är en blandning av prebiotika och probiotika, något som estimeras medföra en betydande ökning av den totala adresserbara marknaden med upp till fem gånger, från 1 mdEUR till 5 mdEUR. Vidare skulle detta även kunna medföra en ökad intäktsdiversifiering för Carbiotix, vilket minskar risken.

▪ Uppdaterat värderingsintervall

Till följd av Carbiotix nya produktionsprocess beträffande CarbiAXOS har GRAS SA-godkännandet dragit ut på tiden, vilket har medfört en uppdatering av våra finansiella prognoser med hänsyn till en senare försäljningsstart. Däremot anser Analyst Group att Carbiotix nu innehar en bättre produkt såväl som intäktsdiversifiering, vilket skapar bättre förutsättningar för en lyckad kommersialisering. De uppdaterade finansiella prognoserna, i kombination med en lägre applicerad målmultipel till följd av den finansiella risken i Bolaget samt nuvarande marknadsklimat för kapitalanskaffningar, medför ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,7 kr

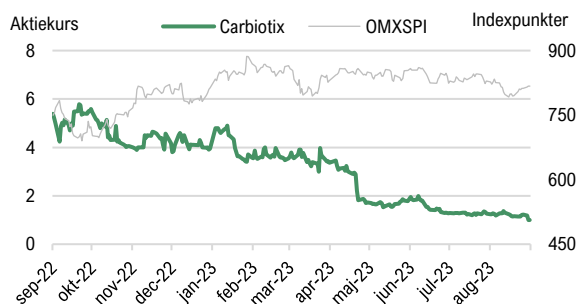
Base
4,3 kr

Bull
6,6 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-09-11)	0,90
Antal Aktier (st.)	20 736 229
Market Cap (MSEK)	18,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-7,6
Enterprise Value (MSEK)	11,1
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-07

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Kristofer Cook	17,5 %
Peter Falck	13,9 %
Avanza Pension	7,8 %
Pavel Coufal	5,5 %
Gainbridge Capital	2,9 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,4	0,8	11,7	34,0
Bruttokostnader	-0,9	-0,9	-3,2	-9,9
Bruttoresultat	2,2	2,7	11,2	26,9
Bruttomarginal (adj.) ¹	n.a.	n.a.	73%	71%
Rörelsekostnader	-14,4	-15,7	-19,5	-25,8
EBIT	-12,3	-13,0	-8,3	1,0
EBIT-marginal (adj.) ¹	45,9	22,8	1,6	0,5
P/S	27,2	13,5	0,9	0,3
EV/S	neg.	neg.	neg.	8,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	10,6
EV/EBIT	45,9	22,8	1,6	0,5

¹Exkl. aktiverat arbete.

Innehållsförteckning

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

OM BOLAGET

Carbiotix grundades år 2014 och är ett bioteknikbolag verksamma inom mikrobiområdet. 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 Erik Deaner

Styrelseordförande Kristofer Cook

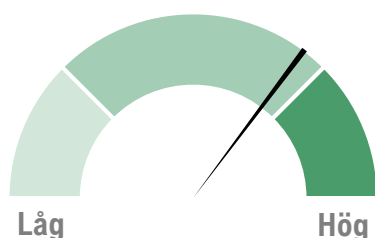
ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706 554 551

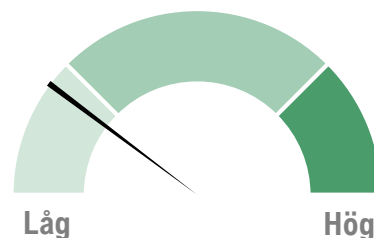
E-mail axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



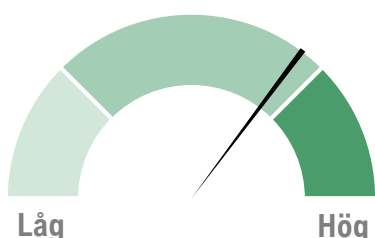
Carbiotix har flera värde drivare i korten både på kort och lång sikt. På kort sikt väntas ett GRAS SA-godkännande för CarbiAXOS, vilket möjliggör för Bolaget att kunna påbörja försäljningen i USA, varefter Carbiotix väntas ansöka om godkännande även i Europa. En hög och uthållig tillväxt på den globala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

Lönsamhet



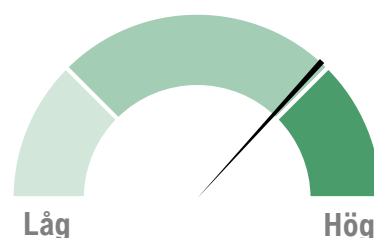
Carbiotix har likt andra utvecklingsbolag en historia av svag lönsamhet, hänförligt till höga kostnader i samband med forskning, i kombination med låg omsättning innan Bolagets produkter har kommersialiserats. I takt med att försäljning i större skala påbörjas, väntas en succesivt bättre lönsamhet, då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

Ledning & Styrelse



VD Erik Deaner har en gedigen erfarenhet av försäljning och att leda affärsutvecklingsteam, vilket väntas bli viktigt vid kommersialisering. I övrigt innehar ledning och styrelse en bred och gedigen erfarenhet inom allt från bioteknik till kommersialisering. Insynsägandet uppgår till 18,3 %, varav 17,5 % är styrelseordförande och numera chef för affärsutveckling, tillika tidigare VD, Kristofer Cook. För ett högre betyg hade vi velat se ett högre insiderägare från övriga i styrelse och ledning.

Risk



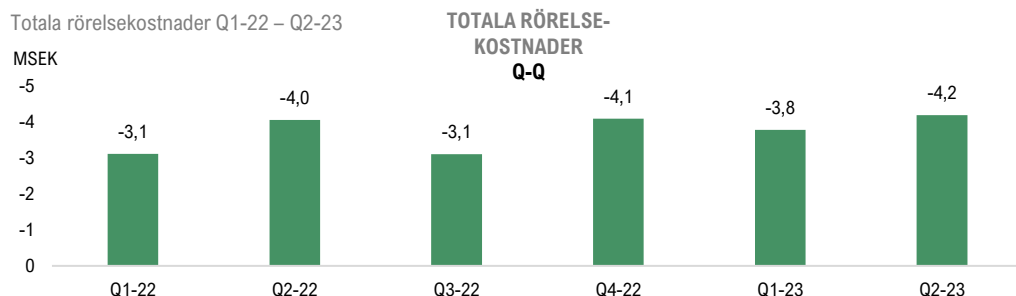
CarbiAXOS väntar fortsatt på ett GRAS SA-godkännande, vilket utgör en viss operativ risk, även om Analyst Group anser att ett godkännande bör komma i närtid. Vidare är tillgänglig likviditet viktig att bevaka, där Analyst Group estimerar att Bolaget är finansierade tills årsskiftet år 2023/2024, baserat på en genomsnittlig *burn rate* om -1,0 MSEK per månad, allt annat lika samt exklusive TO2 som kan komma att stärka kassan i oktober år 2023.

Finansiell utveckling under kvartalet

Under det andra kvartalet år 2023 redovisade Carbiotix som väntat en låg nettoomsättning, varför vårt primära fokus är kostnadsutvecklingen. Sett till de totala rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar, uppgick dessa till 4,2 MSEK, vilket kan jämföras med 4,0 MSEK under samma kvartal föregående år samt 3,8 MSEK under Q1-23. Ökningen uppstår till följd av högre externa kostnader, vilket antas vara hänförligt till Bolagets fortsatta expansion där exempelvis produktionen av CarbiAXOS vid anläggningen i Bjuv har skalats upp för att bättre kunna möta marknadens efterfrågan vid ett godkännande. Sett till personalkostnaderna utvecklades dessa stabilt jämfört både med föregående kvartal och jämförbart kvartal föregående år, varför vi fortsatt anser att Carbiotix utvecklas med en stabil kostnadsbas.

Stabil kostnads-
utveckling

Carbiotix har under de senaste kvartalen utvecklats med en stabil kostnadsbas.



Källa: Analyst Group

GRAS SA-godkännande fortsatt runt hörnet

Då Carbiotix har uppdaterat produktionsprocessen för CarbiAXOS har GRAS SA-processen dragit ut på tiden men där Bolaget nu förväntas erhålla ett godkännande för två substrat, utvunnet från majs och havre, under slutet av år 2023 samt för ett tredje substrat, utvunnet från ärtor, under inledningen av år 2024. Den uppdaterade produktionsprocessen har medfört betydande förbättringar, bl.a. en ökad produktion av den aktiva ingrediensen och en minskad energianvändning under produktionen. Därutöver har den uppdaterade produktionsprocessen medfört en ökad lämplighet för CarbiAXOS att användas som en kosmetika- ingrediens, vilket antas vara närmare att kommersialisera, vilket väntas under Q1-24.

Förbättrad
produktions-
process

Fyllt på kassan genom företrädesemission

Carbiotix genomförde under juni år 2023 en företrädesemission, vilken tillförde Bolaget ca 12 MSEK före emissionskostnader. Nettolikviden avses användas för att 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. Under H1-23 uppvisade Carbiotix en *burn rate* om ca 1,2 MSEK per månad, vilket är i nära linje med helåret 2022. Givet den påfyllda kassan, vilken uppgick till ca 7,6 MSEK vid utgången av Q2-23, samt en estimerad *burn rate* om 1 MSEK per månad framgent, estimeras Carbiotix vara finansierade tills januari år 2024, allt annat lika. Det ska dock nämnas att Bolaget kan tillföras ytterligare 4,8–15 MSEK genom teckningsoptioner av serie TO2 under oktober, vilket skulle stärka kassan. Teckningskursen kommer fastställas inom intervallet 1,50–4,70 SEK per ny aktie.

Finansierade tills
januari år 2024

Uppdaterat värderingsintervall

Med hänsyn till att GRAS SA-godkännandet har dragit ut på tiden mer än väntat, där Carbiotix nu väntas erhålla godkännande för två substrat under Q4-23 samt för ett tredje under Q1-24, har vi uppdaterat våra finansiella prognoser för Carbiotix. Även om detta medför en senare försäljningsstart för CarbiAXOS anser Analyst Group att Bolaget nu står bättre rustade för kommersialisering, bl.a. givet en förbättrad produktionsprocess och ökad lämplighet att användas som kosmetikaingrediens, vilket ökar intäktsdiversifieringen. Samtidigt antas Carbiotix, likt tidigare nämnt, vara finansierade tills januari år 2024 med en genomsnittlig *burn rate* om 1 MSEK per månad och allt annat lika, varför ytterligare kapitalanskaffningar inte kan uteslutas enligt Analyst Group. Givet nuvarande marknadsklimat för kapitalanskaffningar samt Carbiotix nuvarande börsvärde, anses en sådan kapitalanskaffning kunna medföra en större utspädning av befintliga aktieägare, vilket höjer den finansiella risken i Bolaget. Således har vi i denna analysuppdatering antagit en något försiktigare målmultipel, vilket i kombination med de uppdaterade prognoserna medför ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga scenarion.

Omfattande
marknad

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.

Marknadsgodkännande i sikte

Gällande marknadsgodkännande i USA med status *Generally Regarded As Safe (GRAS) self-affirmation* så förväntas detta vara på plats under slutet av 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 intäktbringande 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 prebiotika, 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 intäktstjänster, vilka förväntas realiseras genom korsförsäljning av LinkGut och CarbiAXOS.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning ta fart under år 2024 för att uppgå till en omsättning om 10,1 MSEK, och därefter till 53,6 MSEK år 2026, där bl.a. marknadsgodkännande, tillverkningskapacitet, bredden i produktportföljen och LinkGut-tjänsten är avgörande faktorer på vägen. Baserat på en applicerad målmultipel om P/S 3,5x på 2025 års försäljning, och en diskonteringsränta om 14 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 3,8 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 H2-25. 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 antas Carbiotix vara finansierade tills årsskiftet år 2023/2024, allt annat lika. Under oktober år 2023 kan Bolaget dock komma att tillföras 4,8-15 MSEK via teckningsoptioner av serie T02, vilket skulle stärka kassan.

Expandera via LinkGut API

2023E
Lansering av:
CarbiAXOS
kosttillskott

2024E
Lansering av:
CarbiAXOS
som kosmetisk
ingrediens

2025E
Lansering av:
CarbiAXOS
kosttillskott
inom EU

~54 MSEK
Omsättning 2026E

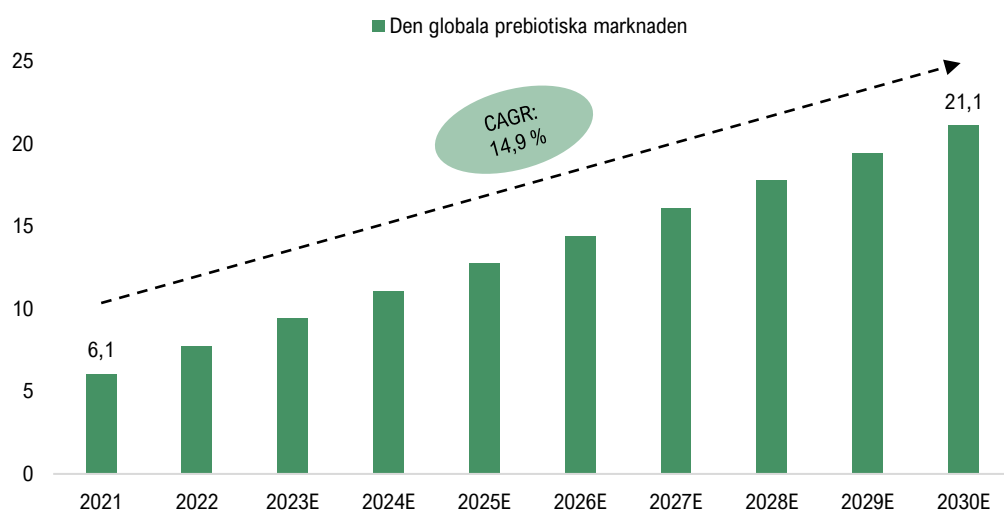
21,1 mdUSD
föväntad
marknadsstorlek
år 2030

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



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.

Flera
produktmässiga
fördelar mot
konkurrenter

¹Källa: Bolaget

²Källa: Grand View Research

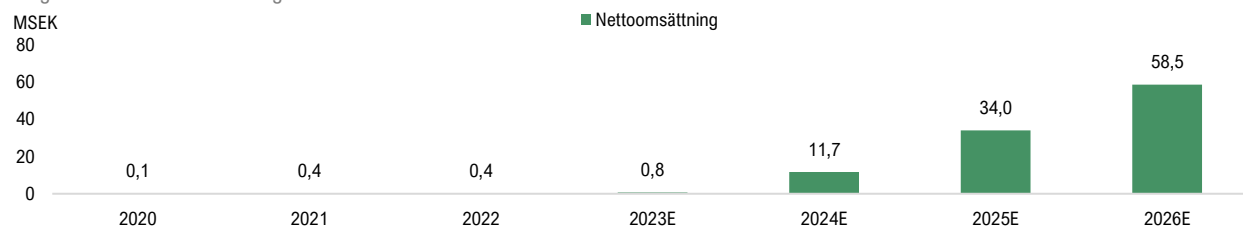
Omsättningsprognos 2023-2026

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 som kosttillskott, i USA och Europa som kosmetisk ingrediens år 2024 och kosttillskott i 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 som kosttillskottsingrediens för försäljning i USA, och därefter i Europa, samt som kosmetikaingrediens på båda dessa marknader. 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 2024, givet att ett godkännande för CarbiAXOS som kosttillskottsingrediens 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 11,7 MSEK år 2024. 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 58,5 MSEK år 2026.

Från år 2024 estimeras tillväxten ta fart, där CarbiAXOS kosttillskottsingrediens förväntas vara den initiala drivaren.

Prognostiserad nettoomsättning

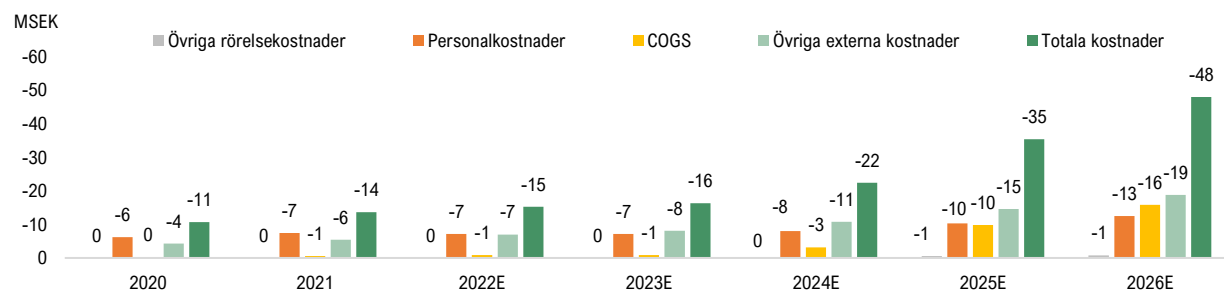


Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader 2023-2026

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.

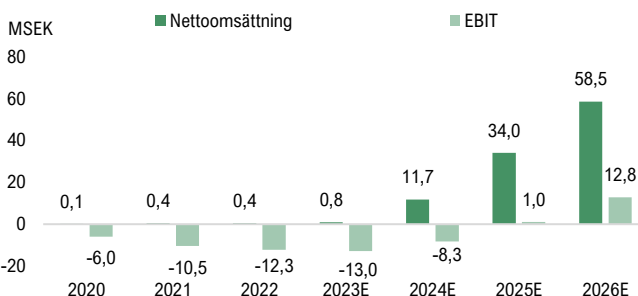


Analyst Groups prognoser

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Carbiotix.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,4	0,4	0,8	11,7	34,0	58,5
COGS	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-3,2	-9,9	-15,9
Bruttoresultat (adj.)¹	4,6	2,6	2,2	2,7	11,2	26,9	45,4
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72,9%	71,0%	72,9%
Övriga externa kostnader	-4,3	-5,5	-7,0	-8,1	-10,9	-14,6	-18,8
Personalkostnader	-6,2	-7,5	-7,2	-7,2	-8,1	-10,3	-12,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8
EBITDA	-6,0	-10,4	-12,1	-12,8	-8,0	1,3	13,2
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	18,0%



Analyst Groups prognoser

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Värdering: Base scenario

Då Carbiotix tillväxt estimeras ta fart 2024 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. Med hänsyn till nuvarande finansiella ställning och marknadsklimat anser Analyst Group att en målmultipel om P/S 3,5x på 2025 års försäljning om ca 34 MSEK är rimlig, vilket resulterar i ett bolagsvärde om ca 119 MSEK. Givet att Carbiotix är framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, estimeras det resultera i en försäljningsmässig effekt som kan ses tills år 2026, 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 erhålls olika värderingsnivåer, där Analyst Group anser att 12 % diskonteringsränta är rimligt för Carbiotix i rådande läge, vilket utifrån ett bolagsvärde om ca 119 MSEK år 2025 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 4,3 kr idag i ett Base scenario.

4,3 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.
- 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, vilket innebär att en större totalmarknad kan adresseras av Carbiotix.
- Avtal med ett globalt probiotikabolag gällande utveckling av Synbiotika leder till en lanserad produkt och Bolaget finner en nisch för CarbiAXOS som kosmetisk ingrediens, vilket medför fler intäktsben att stå på, något som i sig är värdeskapande.

Givet en diskonteringsränta om 12 % och en målmultipel om P/S 4x på 2025 års försäljning om 46 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 6,6 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. 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 förenas, 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 2x och en diskonteringsränta om 12 % motiveras ett nuvärde per aktie om 0,7 kr i ett Bear scenario.³

³Se Appendix sida 8 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,2	0,1	0,4	0,4	0,8	11,7	34,0	58,5
Aktiverat arbete för egen räkning	3,3	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Övriga rörelseintäkter	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,8	3,3	3,1	3,5	14,4	36,7	61,3
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-3,2	-9,9	-15,9
Bruttoresultat	3,2	4,6	2,6	2,2	2,7	11,2	26,9	45,4
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73%	71%	73%
Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-8,1	-10,9	-14,6	-18,8
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,2	-8,1	-10,3	-12,5
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8
EBIT	-5,4	-6,0	-10,5	-12,3	-13,0	-8,3	1,0	12,8
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17%
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	99,3	NM	45,5	45,9	22,8	1,6	0,5	0,3
EV/S	58,7	85,3	26,9	27,2	13,5	0,9	0,3	0,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8,3	0,8
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6	0,9
Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,2	0,1	0,4	0,4	0,8	17,0	45,6	79,5
Aktiverat arbete för egen räkning	3,3	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Övriga rörelseintäkter	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,8	3,3	3,1	3,5	19,7	48,3	82,2
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-4,5	-11,4	-18,3
Bruttoresultat	3,2	4,6	2,6	2,2	2,5	15,2	36,9	64,0
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	74%	75%	77%
Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-8,2	-12,1	-16,5	-21,7
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,2	-8,6	-11,8	-14,8
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,6	-1,3
EBIT	-5,4	-6,0	-10,5	-12,3	-13,1	-6,1	7,7	25,6
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11%	29%
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	99,3	NM	45,5	45,9	22,8	1,1	0,4	0,2
EV/S	58,7	85,3	26,9	27,2	13,5	0,7	0,2	0,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	1,4	0,4
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	1,4	0,4
Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	3,4	9,8	14,7
Aktiverat arbete för egen räkning	3,3	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Övriga rörelseintäkter	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,8	3,3	3,1	3,2	6,1	12,5	17,4
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-1,2	-3,6	-5,3
Bruttoresultat	3,2	4,6	2,6	2,2	2,3	4,9	9,0	12,1
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	64%	64%	64%
Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-7,7	-8,3	-9,1	-9,5
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-7,2	-7,4	-8,1	-8,2
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
EBIT	-5,4	-6,0	-10,5	-12,3	-12,9	-11,2	-8,7	-6,0
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	99,3	NM	45,5	45,9	39,7	5,5	1,9	1,3
EV/S	58,7	85,3	26,9	27,2	23,5	3,2	1,1	0,8
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.