

## Står inför ett genombrottsår

Carbiotix AB ("Carbiotix" eller Bolaget") har under Q4-23 erhållit Bolagets första marknadsgodkännande för CarbiAXOS avseende kosmetiska tillämpningar och väntas snart erhålla GRAS SA-godkännande för CarbiAXOS som kosttillskotts-ingrediens. Således anser Analyst Group att Carbiotix står inför ett genombrottsår 2024. Baserat på en estimerad nettoomsättning om 34 MSEK för helåret 2025, en applicerad P/S-multipel om 5x, samt en diskonteringsränta om 12 %, resulterar det i ett nuvärde per aktie om 0,64 kr (4,3) i ett Base scenario. Nedrevideringen är till följd av ett ökat antal aktier med hänsyn till nuvarande företrädesemission. I termer av börsvärde höjer vi vårt motiverade nuvärde från 90 MSEK till 132 MSEK till följd av en förbättrad finansiell ställning.

#### ■ Erhållit marknadsgodkännande för CarbiAXOS

Under Q4-23 erhöll Carbiotix regulatoriskt godkännande för CarbiAXOS som kosmetisk ingrediens i USA och Europa. Vi väntade oss detta godkännande under Q1-24, varför Carbiotix nu kan påbörja produktutveckling och försäljningsaktiviteter tidigare än väntat. Marknaden för kosmetiska prebiotiska ingredienser uppskattas utgöra ca 10 % av Carbiotix totala adresserbara marknad, vilken värderades till 6,1 mdUSD. Således anses inte CarbiAXOS som kosmetisk ingrediens inneha den största potentialen för fibret men är likvärd ett extra intäktsben som möjliggjorts efter feedbacken från GRAS SA-processen.

#### ■ Nytt kundsegment bidrog till ökad omsättning

Omsättningen under Q3-23 uppgick till 0,8 MSEK (0,0), till följd av en stark tillväxt av LinkGut-kunder samt beställningar från återkommande kunder. En av de tre nya kunderna som adderades under kvartalet bedriver klinisk forskning, vilket är ett nytt kundsegment för Carbiotix, vilket medför att Bolaget kan öka antalet adresserbara kunder för LinkGut framgent.

#### ■ Produktionsuppgrädering medförde högre kostnader

De totala rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar, uppgick till -3,9 MSEK (-3,1). Ökningen antas främst vara hänförlig till att Carbiotix har investerat i en uppgrädering på produktionsanläggningen i Bjuv. Efter att uppgräderingen är slutförd, vilket förväntas under Q1-24, väntas Carbiotix kunna självständigt producera CarbiAXOS i anläggningen, vilket vi ser som strategiskt viktigt för att kunna producera högkvalitativa produkter.

#### ■ Fyller på kassan genom företrädesemission

Carbiotix meddelade den 7:e december år 2023 att Bolaget avser genomföra en företrädesemission om 18,7 MSEK. Nettolikviden avses användas för att slutföra GRAS SA-processen för CarbiAXOS och därefter accelerera försäljningen. Den senaste svaga kursutvecklingen i aktien, i kombination med nuvarande klimat för kapitalanskaffningar, medför en större utspädning om 90 % för befintliga aktieägare och medför således även ett uppdaterat värderingsintervall. Däremot anser vi att pre money-värderingen om 2,1 MSEK innebär att emissionen inbjuder till ett attraktivt investeringsstillfälle.

#### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**

0,11 kr

**Base**

0,64 kr

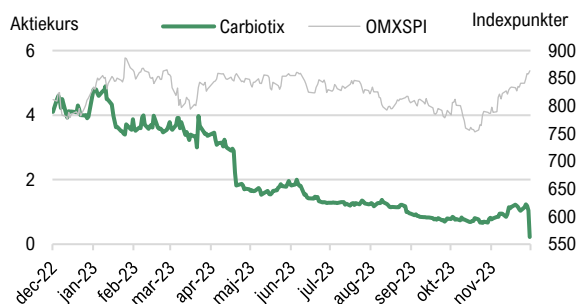
**Bull**

1,03 kr

#### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-12-12)	0,24
Antal Aktier (st.)	207 362 290 <sup>1</sup>
Market Cap (MSEK)	48,9
Nettokassa(-)/skuld(+)	-14,6 <sup>2</sup>
Enterprise Value (MSEK)	34,3
Lista	Spotlight Stock Market
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-16

#### KURSUUTVECKLING



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Kristofer Cook	19,3 %
Peter Falck	9,6 %
Avanza Pension	6,4 %
Nordnet Pensionsförsäkring	4,2 %
Pavel Coufal	3,8 %

#### PROGNOSER (MSEK)

	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,4	1,7	11,9	34,0
Bruttokostnader	-0,9	-0,9	-3,2	-9,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>11,5</b>	<b>26,8</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>3</sup>	n.a.	48%	73%	71%
Rörelsekostnader	-14,4	-16,1	-19,1	-24,7
<b>EBIT</b>	<b>-12,3</b>	<b>-12,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>2,2</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>3</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	NM	29,5	4,1	1,4
EV/S	84,2	20,7	2,9	1,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	13,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	15,7

<sup>1</sup>Givet fulltecknad emission. <sup>2</sup>Estimerad kassa efter emission.

<sup>3</sup>Exkl. aktiverat arbete.

## Innehållsförteckning

Kvartalsuppdatering Q3-23	3-4
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 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.

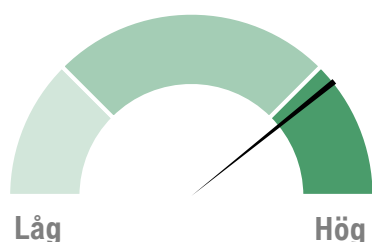
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Erik Deaner
Styrelseordförande	Kristofer Cook

### ANALYTIKER

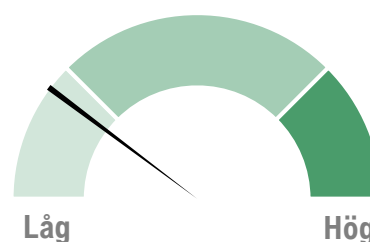
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706 554 551
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

### Värde drivare



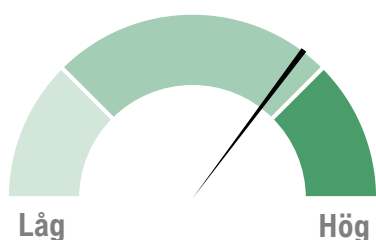
Carbiotix har flera värde drivare i korten både på kort och lång sikt. På kort sikt väntas ett GRAS SA-godkännande för CarbiAXOS, vilket möjliggör för Bolaget att kunna påbörja försäljningen i USA, varefter Carbiotix väntas ansöka om godkännande även i Europa. En hög och uthållig tillväxt på den globala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

### Lönsamhet



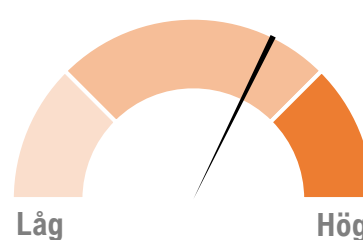
Carbiotix har likt andra utvecklingsbolag en historia av svag lönsamhet, hänförligt till höga kostnader i samband med forskning, i kombination med låg omsättning innan Bolagets produkter har kommersialiserats. I takt med att försäljning i större skala påbörjas, väntas en succesivt bättre lönsamhet, då 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 20,6 %, varav 19,3 % 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



Givet en genomsnittlig estimerad *burn rate* om -1 MSEK per månad, kassan vid utgången av Q3-23 samt tillkommande estimerad nettolikvid om 15,5 MSEK från företrädesemissionen är Carbiotix finansierade tills mars år 2025, allt annat lika. Således väntas Bolagets kapitalbehov innan positivt kassaflöde uppnås, vilket estimeras år 2025, vara litet givet en lyckad emission samtidigt som Carbiotix kan tillföras ytterligare kapital genom TO 3, något som har sänkt den finansiella risken i Bolaget.

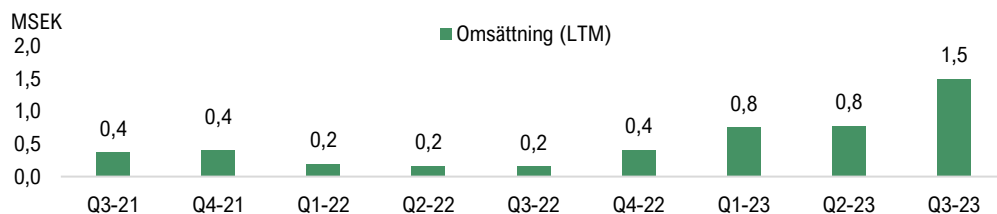
### Omsättningen under kvartalet översteg helåret 2022

Carbiotix omsättning under Q3-23 uppgick till 0,8 MSEK (0,0), vilket således översteg omsättningen under helåret 2022, vilken uppgick till 0,4 MSEK. Ökningen antas vara hänförlig till försäljning av LinkGut, ett konsumenttest för tarmhälsa, till både befintliga och nytillkomna partners. Under kvartalet tillkom tre nya partners, vilket, i kombination med fortsatta återkommande befintliga kunder, validerar tjänsten enligt Analyst Group. Ett nytt kundsegment som adderades under det tredje kvartalet är partners som bedriver klinisk forskning, där Bolaget nu ser en tillströmning av liknande kunder, något som väntas öka antalet adresserbara kunder och därmed försäljningen.

Nytt kundsegment  
medförde ökad  
omsättning

Omsättningen har vuxit stabilt under det senaste året till följd av ökad efterfrågan på LinkGut.

Omsättning LTM, Q3-21 – Q3-23



Källa: Carbiotix kvartalsrapporter

Sett till kostnadsutvecklingen så uppgick de totala rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar, till -3,9 MSEK, vilket kan jämföras med -3,1 MSEK under samma kvartal föregående år. Ökningen antas bl.a. vara hänförlig till att Carbiotix har investerat i produktionsanläggningen i Bjuv. Bolaget meddelade efter utgången av Q3-23 att den första fasen av produktionsuppgaderingen för att producera andra generationens CarbiAXOS är slutförd och att den andra fasen förväntas färdigställas under Q1-24. Givet att uppgaderingen slutförs kommer Carbiotix därefter kunna producera CarbiAXOS självständigt, vilket anses vara en viktig pusselbit för en lyckad och snabb kommersialisering vid erhållet GRAS SA-godkännande.

### CarbiAXOS erhåller regulatoriskt godkännande som kosmetisk ingrediens

Efter utgången av Q3-23 meddelade Carbiotix att Bolaget erhållit regulatoriskt godkännande för CarbiAXOS baserat på majskli som kosmetisk ingrediens. Godkännandet gäller både på den europeiska och den amerikanska marknaden och erhöles genom en självbekräftelseprocess, vilket liknar processen för GRAS SA-godkännandet och således förstärker bilden av ett godkännande även för CarbiAXOS som kosttillskotts- ingrediens i närtid. Godkännandet innebär att Carbiotix nu kan börja sälja produkter på en marknad som värderas till ca 400 MUSD enligt Grand View Research. Vidare kan effekten av CarbiAXOS för kosmetiska applikationer valideras genom LinkGut, vilket möjliggör att korsförsäljning kan bedrivas mellan Bolagets två produkter och estimeras leda till kraftigt stigande försäljning år 2024.

GRAS SA-  
godkännande  
väntas ligga i  
närtid

### Fyller på kassan genom en företrädesemission om 18,7 MSEK

Den 7:e december år 2023 kommunicerade Carbiotix att Bolaget avser genomföra en företrädesemission av units om högst ca 18,7 MSEK före emissionskostnader. Därtill uppstar Carbiotix ett bryggån om 3 MSEK som sedan avses betalas tillbaka genom nettolikviden från företrädesemissionen. Samtliga befintliga aktie- ägare erhåller en (1) uniträtt för varje en innehavd (1) aktie som ägs på avstämningsdagen den 15 januari 2023. Nio (9) uniträtter ger rätt att teckna en (1) unit, bestående av nio (9) nya aktier och tre (3) teckningsoptioner av serie TO 3. Teckningskursen är 0,9 SEK per unit, motsvarande en kurs om 0,1 SEK per aktie, där teckningsoptionerna emitteras vederlagsfritt. Företrädesemissionen är skriftligt säkerställd av medlemmar i styrelse, ledning och externa investerare till totalt ca 60 % (motsvarande cirka 11,2 MSEK) genom tecknings- och bottenförsäkringsåtaganden. Teckningsåtaganden uppgår till cirka 2,3 MSEK, vilket motsvarar cirka 12,2 % av företrädesemissionen. Garantiåtaganden uppgår till totalt cirka 8,9 MSEK, motsvarande cirka 47,8 % av företrädesemissionen. Det totala antalet aktier kommer genom företrädes- emissionen öka med högst 186 626 061 aktier, från 20 736 229 till 207 362 290.

Givet det nyligen erhållna godkännandet av CarbiAXOS som kosmetisk ingrediens samt att ett GRAS SA-godkännande för CarbiAXOS väntas ligga runt hörnet anses en försäljningsstart av fibret nu ligga i närtid. Således väntas nettolikviden från företrädesemissionen användas för att slutföra processen för GRAS SA-godkännande samt accelerera försäljningen av CarbiAXOS som kosmetisk- och kosttillskottsingrediens.

**2,1 MSEK**  
pre money-  
värdering

### Analyst Groups syn på emissionen

Givet att teckningsoptioner av serie TO 2 under oktober inte tillförde Bolaget något kapital anser Analyst Group att den kommunicerade företrädesemissionen inte är någon större överraskning. Däremot medför den svaga kursutvecklingen under året samt nuvarande klimat för kapitalanskaffningar en utspädningseffekt om 90 % för befintliga aktieägare som inte väljer att delta i företrädesemissionen. Vi anser dock att erbjudandet, där pre money-värderingen uppgår till 2,1 MSEK, är attraktivt prissatt givet vilka potentiella värde drivare som ligger i korten för Carbiotix. Värderingen kan sättas i relation till vårt estimat avseende omsättning år 2023 om 1,7 MSEK, vilket endast inkluderar försäljning av Carbiotix diagnostikplattform LinkGut och inte huvudprodukten CarbiAXOS, vilket medför en P/S-multipel om 1,3x. Därefter estimeras omsättningstillväxten ta fart under kommande år i takt med ett försäljningen av CarbiAXOS skalas upp samtidigt som korsförsäljning med LinkGut kan genomföras. Sett till vårt omsättningsestimater år 2025 om 34 MSEK och en pre money-värdering om 2,1 MSEK medför det en P/S-multipel om 0,1x år 2025.

Genom företrädesemissionen väntas Carbiotix tillföras 18,7 MSEK före transaktionskostnader, givet full teckning. Transaktionskostnaderna väntas uppgå till högst 3,2 MSEK, varav 1,4 MSEK avser garanti-ersättning, således estimeras en nettolikvid om 15,5 MSEK tillfalla Bolaget. Givet detta, kassan om 3,3 MSEK vid utgången av Q3-23, en estimerad burn rate om -1 MSEK per månad samt ett bryggån om 3 MSEK som upptagits och väntas betalas tillbaka med emissionslikviden estimeras kassan uppgå till ca 14,6 MSEK efter företrädesemissionen. Givet detta och en fortsatt estimerad burn rate om -1 MSEK per månad estimeras Carbiotix vara finansierade till mars år 2025, allt annat lika. Därtill kan Bolaget tillföras ytterligare 7,5 MSEK som högst genom teckningsoptioner av serie TO 3. Givet gjorda prognoser, där Carbiotix estimeras uppvisa positivt kassaflöde under sommaren år 2025, full teckning i företrädesemissionen och att Bolaget tillförs ytterligare kapital genom TO 3, estimeras Carbiotix inte behöva genomföra fler större externa kapitalanskaffningar.

### Carbiotix kommande företrädesemission i korthet

**18,7 MSEK**

Tillförs Carbiotix före  
emissionskostnader, vid  
full teckning

**0,9 SEK**

Pris per unit

**17 januari – 31  
januari 2023**

Teckningsperiod

### Om TO 3

De vidhängande teckningsoptionerna av serie TO 3 ger rätt att under perioden 5 - 19 juni 2024 för varje teckningsoption av serie TO 3 teckna en (1) ny aktie i Bolaget. Teckningskursen vid teckning av aktier med stöd av teckningsoptionerna av serie TO 3 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 där kvotvärdet vid den aktuella tidpunkten är den lägsta kursen per ny aktie och 0,12 SEK per ny aktie är den högsta kursen i intervallet. Om teckningsoptionerna av serie TO 3 därtill utnyttjas fullt ut kan Carbiotix tillföras ytterligare ca 7,5 MSEK som högst.

### Pre-Money värdering

**20 736 229**  
Antal aktier innan emission



**0,1 SEK**

Teckningskurs



**2,1 MSEK**  
Market Cap  
(Pre-Money)

**+ 18,7 MSEK**

Vid full teckning



### Post-Money värdering

**207 362 290**  
Antal aktier efter emission  
(givet full teckning)



**0,1 SEK**

Teckningskurs



**20,7 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 diagnostisering av sjukdomar som härstammar från tarmen. Det ska även tilläggas att den adresserbara diagnostikmarknaden vilken Carbiotix testtjänst LinkGut riktar sig mot, har uppvisat en årlig omsättning om ca 100 MEUR. Genom den förbättrade produktionsprocessen kan CarbiAXOS produceras kostnadseffektivt, vilket medför att Bolaget kan erbjuda ett attraktivt pris samtidigt som fibret främjar en bättre tillväxt av nyttiga bakterier, varför vi anser att Carbiotix har goda möjligheter att kapitalisera på den omfattande marknaden.

Omfattande  
marknad

## Marknadsgodkännande i sikte

Gällande marknadsgodkännande i USA för CarbiAXOS med status GRAS SA så förväntas detta vara på plats under slutet av år 2023 baserat på majskli, samtidigt som CarbiAXOS utvunnet från havre och ärtor förväntas godkännas under Q1-24, 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. 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 som kosttillskott.

Därtill erhöll Carbiotix under Q3-23 marknadsgodkännande för CarbiAXOS som kosmetisk ingrediens, vilket innebär att Bolaget nu får sälja detta i både USA och Europa. Godkännandet validerar även säkerheten för CarbiAXOS och bidrar till ökat förtroende för att även GRAS SA-godkännande kan komma i närtid. 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 ta fart under år 2024 för att uppgå till en omsättning om 11,9 MSEK, och därefter till 58,3 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 5x på 2025 års försäljning, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 0,64 kr<sup>1</sup>.

## Kommer att krävas investeringar framgent

Det återstår ännu regulatoriska processer, en bredare kommersialisering och fortsatt utvecklingsarbete för att öka försäljningen, där ett positivt kassaflöde förväntas under år 2025. Investeringar fortsätter göras i större och förbättrad produktionskapacitet innan tillväxten på riktigt ska kunna ta fart och med en estimerad *burn rate* om ca -1 MSEK/månad samt full teckning i nuvarande företrädesemission antas Carbiotix vara finansierade tills mars år 2025, allt annat lika, varför fler större externa kapitalanskaffningar inte estimeras.

Expandera via LinkGut API

2023  
Lansering av:  
CarbiAXOS  
som kosmetisk  
ingrediens

2024E  
Lansering av:  
CarbiAXOS  
kosttillskott

2025E  
Lansering av:  
CarbiAXOS  
kosttillskott  
inom EU

~58 MSEK  
Omsättning 2026E

<sup>1</sup>Med hänsyn till antalet aktier efter genomförd företrädesemission, givet full teckning.

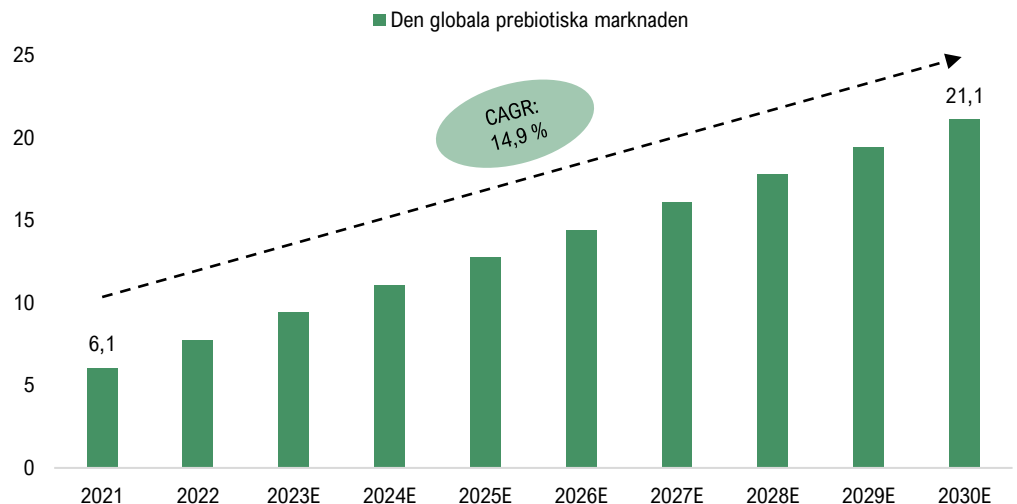
**21,1 mdUSD**  
föväntad  
marknadsstorlek  
år 2030

## 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. metaboliter<sup>1</sup>, 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 framgent<sup>2</sup>.

### 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 fibrerna 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

<sup>1</sup>Källa: Bolaget

<sup>2</sup>Källa: Grand View Research

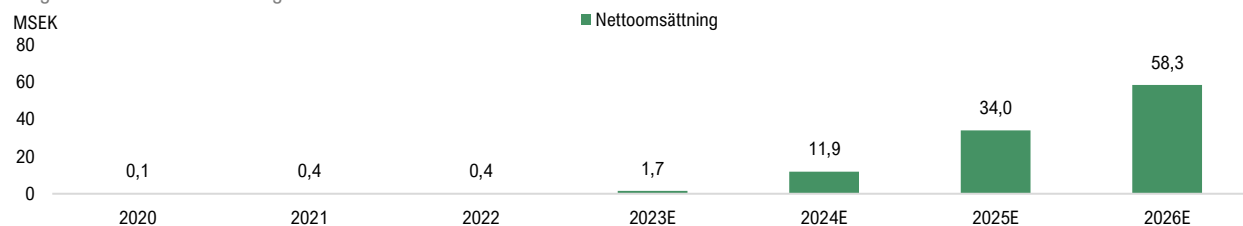
## Omsättningsprognos 2023-2026

Analyst Groups finansiella estimat av Carbiotix utgår från de två huvudsakliga verksamhetsområdena; 1) Diagnostikplattformen LinkGut, samt 2) fiberprodukten CarbiAXOS som kosttillskotts- samt kosmetisk ingrediens. Således utgår de finansiella estimaten för de närmaste åren primärt från LinkGut och CarbiAXOS, vilken nyligen erhöll regulatoriskt godkännande som kosmetisk ingrediens i Europa och USA, samt väntas lanseras som kosttillskott i USA under Q1-24 och i Europa år 2025. LinkGut-testerna distribueras som en White Label och API-produkt och under Q3-23 har avtal med tre helt nya partners 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 intäkts synergier. Målsättningen närmast är att erhålla GRAS SA-godkännande för CarbiAXOS som kosttillskottsingrediens för försäljning i USA, och därefter i Europa. 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. Carbiotix har utfört pre-sales aktiviteter vilka väntas medföra att en snabb uppskalning kan ske. Dessutom har Bolaget under Q4-23 erhållit marknadsgodkännande för CarbiAXOS som kosmetisk ingrediens, vilket var tidigare än förväntat, något som väntas stärka försäljningen ytterligare under år 2024, varpå Analyst Group estimerar en nettoomsättning om 11,9 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 58,3 MSEK år 2026.

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

Prognostiserad nettoomsättning

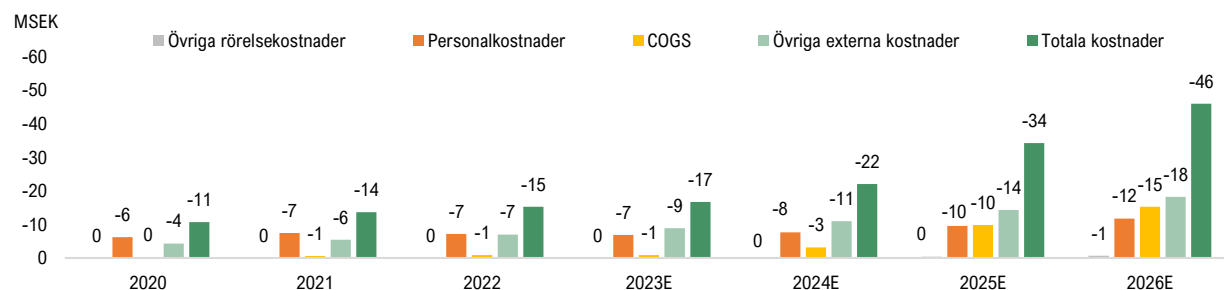


Analyst Groups prognoser

## 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.

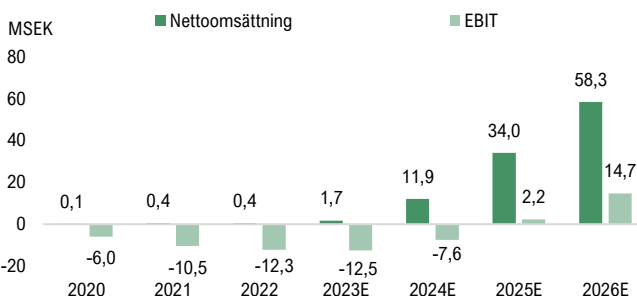


Analyst Groups prognoser

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	1,7	11,9	34,0	58,3
COGS	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-3,2	-9,9	-15,3
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>11,5</b>	<b>26,8</b>	<b>45,7</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	48,3%	73,5%	71,0%	73,8%
Övriga externa kostnader	-4,3	-5,5	-7,0	-8,9	-11,0	-14,3	-18,2
Personalkostnader	-6,2	-7,5	-7,2	-6,9	-7,6	-9,6	-11,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7
<b>EBITDA</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,4</b>	<b>-12,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>2,5</b>	<b>15,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,1%



Analyst Groups prognoser

<sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

<sup>2</sup>Exkl. 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 estimerad påfylld kassa från nuvarande företrädesemission samt marknadsklimat anser Analyst Group att en målmultipel om P/S 5x på 2025 års försäljning om ca 34 MSEK är rimlig, vilket resulterar i ett bolagsvärde om ca 170 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 170 MSEK år 2025 resulterar i ett nuvärde per aktie om 0,64 kr<sup>3</sup> idag i ett Base scenario.

**0,64 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 6x på 2025 års försäljning om 46 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 1,03 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser ska inträffa.<sup>4</sup>

### 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 försenas, måste Bolaget hantera sin tillgängliga kassalikviditet effektivt, något som kan hämma tillväxten.
- Även om Carbiotix väntas ha en god kassa efter genomförd företrädesemission, kan ytterligare kapitalanskaffningar, utöver TO 3, 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 3x och en diskonteringsränta om 12 % motiveras ett nuvärde per aktie om 0,11 kr i ett Bear scenario.<sup>4</sup>

<sup>3</sup>Med hänsyn till antalet aktier efter genomförd företrädesemission, givet full teckning.

<sup>4</sup>Se 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	1,7	11,9	34,0	58,3
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
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>14,6</b>	<b>36,7</b>	<b>61,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-3,2	-9,9	-15,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>11,5</b>	<b>26,8</b>	<b>45,7</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48%	73%	71%	74%
Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-8,9	-11,0	-14,3	-18,2
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-6,9	-7,6	-9,6	-11,8
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	0,0	-0,2	-0,5	-0,7
<b>EBIT</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-12,3</b>	<b>-12,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>2,2</b>	<b>14,7</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	20%

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	NM	NM	NM	NM	29,5	4,1	1,4	0,8
EV/S	NM	NM	83,5	84,2	20,7	2,9	1,0	0,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13,9	2,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,7	2,3

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,2	0,1	0,4	0,4	2,1	17,7	46,0	80,5
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
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>20,4</b>	<b>48,7</b>	<b>83,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-4,5	-12,4	-20,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>15,9</b>	<b>36,3</b>	<b>63,0</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	52%	75%	73%	75%
Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-9,0	-12,0	-15,8	-20,8
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-6,8	-8,0	-10,8	-13,9
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-1,2
<b>EBIT</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-12,3</b>	<b>-12,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>8,8</b>	<b>26,5</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%	30%

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	NM	NM	NM	NM	23,5	2,8	1,1	0,6
EV/S	NM	NM	83,5	84,2	16,5	1,9	0,7	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,7	1,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,9	1,3

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,2	0,1	0,4	0,4	1,3	4,4	9,6	14,5
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
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>7,1</b>	<b>12,3</b>	<b>17,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,2	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-2,7	-4,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>6,2</b>	<b>9,6</b>	<b>13,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32%	79%	72%	72%
Övriga externa kostnader	-4,5	-4,3	-5,5	-7,0	-8,7	-9,1	-9,8	-10,1
Personalkostnader	-4,0	-6,2	-7,5	-7,2	-6,9	-7,2	-7,6	-7,7
Av/Nedskrivningar av MAT	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,5</b>	<b>-12,3</b>	<b>-12,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-8,2</b>	<b>-4,9</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	NM	NM	NM	NM	37,0	11,1	5,1	3,4
EV/S	NM	NM	83,5	84,2	26,0	7,8	3,6	2,4
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 frånsäger 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.