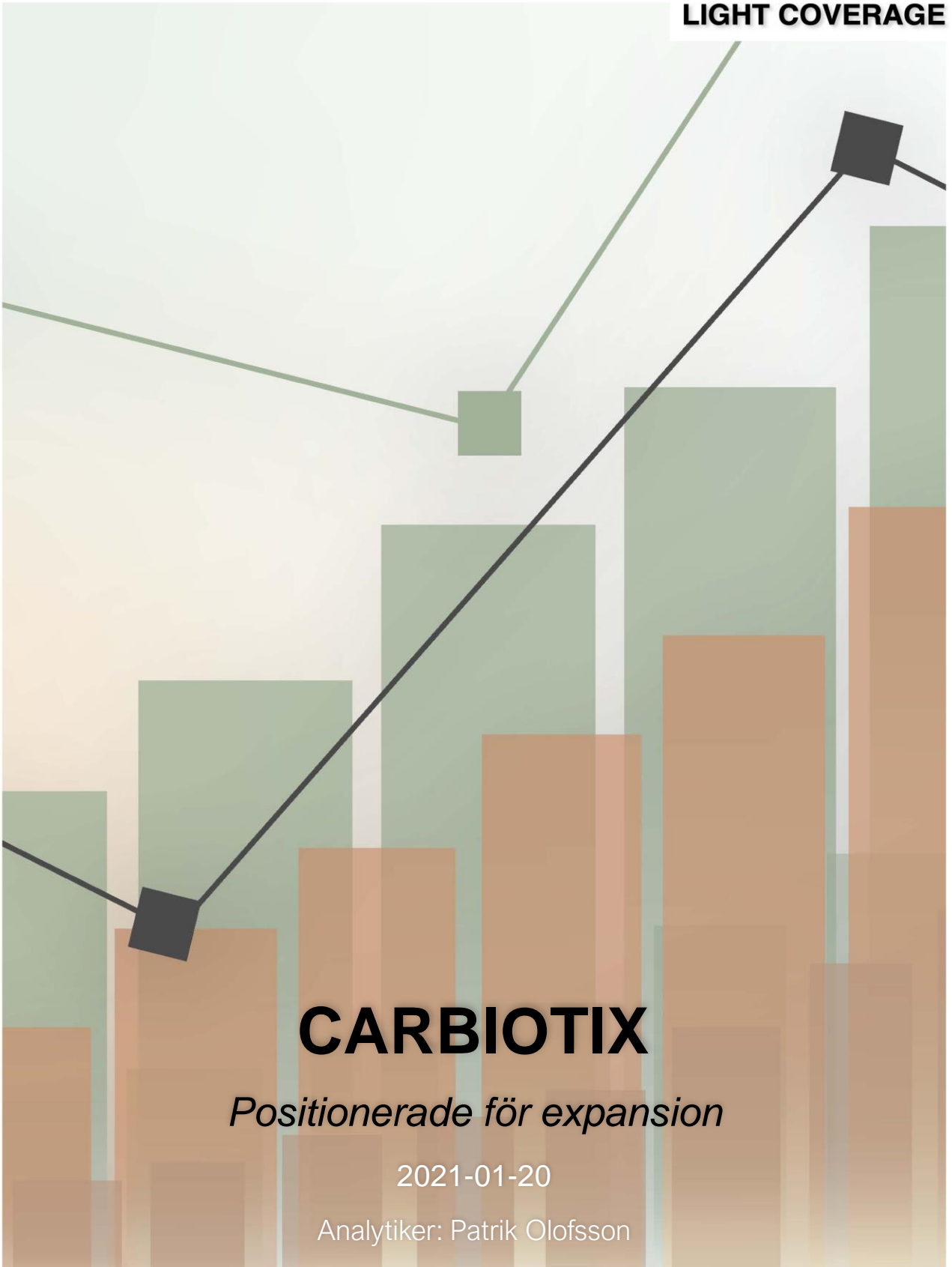


AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

CARBOTIX (CRBX)

POSITIONERADE FÖR EXPANSION



Carbiotix AB ("Carbiotix" eller "Bolaget") är ett FoodTech-bolag som uppnått flera viktiga milstolpar under de senaste månaderna, vilket har fått aktien att stiga med över 400 % sedan november. Flera globala LinkGut-avtal, en produktionsanläggning med 10 tons årskapacitet från Q2-21 och stora insynsköp under december/januari har utgjort starka värde drivare. Carbiotix kliver in i 2021 med bra medvind i seglet och till rådande värdering ser även Bolaget ut att tillföras ca 14,4 MSEK under februari via utestående teckningsoptioner. Med hänsyn till uppnådda milstolpar har vi uppdaterat vårt värderingsintervall, där vi ser ett nuvärde per aktie om 22,2 kr i ett Base scenario.

Vill bli en del av miljardmarknaderna

Sett till marknaderna för prebiotika och medicinsk mat uppgår den totala marknadsstorleken till över 25 mdUSD där ökad kostmedvetenhet, större vetenskapligt intresse och tydliga hälsofördelar förväntas fortsätta driva marknadstillväxten under de närmaste åren. Trots tuff konkurrens bör förutsättningarna finnas för att Carbiotix ska kunna nå ut med sina produkter och ta större marknadsandelar från 2021 och framåt.

Har tagit flera steg i rätt riktning på kort tid

Den 9 december tecknades ett LinkGut-avtal med brittiska MWELL, vilket representerar Carbiotix första LinkGut-tjänst för ett varumärke under ett etablerat livsmedelsföretag. Aktien reagerade positivt på nyheten och 24 timmar senare, den 10 december, meddelade Carbiotix att de valt FoodHills i Bjuv, Sverige för uppskalningen av majsfiberextraktet AXOS, där en anläggning med en årlig kapacitet om 10 ton ska stå klar under Q2-21. Detta är ett minst sagt viktigt steg och möjliggör bl.a. försäljning i kommersiell skala samt produktion av medicinsk mat innehållande AXOS, vilket både vi och marknaden ansåg motiverade en uppvärdering i aktien som steg med ca 50 % under de tre efterföljande handelsdagarna.

VD har köpt aktier för miljonbelopp

Kort därefter meddelade Carbiotix att Kristofer Cook, VD, köpt 175 000 aktier för ett totalt värde om ca 1 MSEK och därigenom ökade sitt totala innehav till nära 20 %. Under januari har Kristofer köpt ytterligare 15 000 aktier, varpå totalt ägande nu uppgår till 20,3 %. Köpen som gjorts mellan nivåerna 5-17 kr sänder ett starkt signalvärde.

Finansiering kan vara säkrad via TO

Mellan den 18 och 29 januari 2021 pågår beräkningsperioden för TO 2020/2021, där teckningskursen ska uppgå till 30 % av VWAP¹ – dock ej lägre än 3,25 kr eller högre än 11,50 kr. Med hänsyn till rådande aktiekurs, som verkar etablerat ett stöd mellan 18-21 kr, ser det ut som att Carbiotix kommer tillföras ca 14,4 MSEK under februari. Med hänsyn till detta bör Bolaget vara finansierade kommande 18 månader.

AKTIEKURS | 20,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNOIS

BEAR 10,1 kr	BASE 22,2 kr	BULL 29,6 kr
------------------------	------------------------	------------------------

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2024 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

CARBIOTIX AB	
Senast betalt (2021-01-19) (SEK)	20,2
Antal Aktier (st.)	11 083 000
Market Cap (MSEK)	223,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-13,0
Enterprise Value (MSEK)	210,8
V.52 prisintervall (SEK)	2,07 – 24,10
Lista	Spotlight Stock Market

UTVECKLING	
1 månad	+105,0 %
3 månader	+426,2 %
1 år	+291,8 %
YTD	+84,5 %

HUVUDÄGARE (Källa: Holdings 2020-09-30)	
Kristofer Cook	20,3 %
Peter Falck	19,4 %
Nordnet Pensionsförsäkring	10,1 %
Avanza Pension	7,3 %
Futur Pension	4,9 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Kristofer Cook
Styrelseordförande	Peter Falck

FINANSIELL KALENDER	
Kvartalsrapport #4 2020	2021-02-18

PROGNOS (BASE), MSEK	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	9,6	29,0	62,1	115,7
Bruttoresultat	4,8	5,3	10,5	27,2	55,1	100,7
Bruttomarginal (adj.) ²	2,0%	96,5%	73,0%	81,7%	83,1%	84,0%
Rörelsekostnader	-10,6	-11,2	-16,3	-24,2	-42,4	-70,0
EBIT	-5,8	-5,9	-5,7	3,0	12,7	30,7
EBIT-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	14,8%	23,5%
P/S	NM	NM	23,3	7,7	3,6	1,9
EV/S	NM	NM	21,9	7,3	3,4	1,8
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	70,2	16,6	6,9

¹Volume Weighted Average Price

²Exkl. aktiverat arbete.

ANALYSUPPDATERING Q1-21

Detta avsnitt innehåller en sammanfattning av ett urval av händelser sedan vår senaste aktieanalys den 14 oktober 2020, samt en redogörelse för vårt uppdaterade värderingsintervall till följd av de milstolpar som Carbiotix uppnått under de senaste tre månaderna.

Flera nya LinkGut-avtal på plats under slutet av Q4-20

Under december tecknade Carbiotix ett flertal LinkGut-avtal. Den 9 december lanserades tjänsten för MWELL, ett nytt prebiotiskt varumärke som inledningsvis riktar sig till den brittiska marknaden. MWELL består av ett prebiotiskt pulver som kan tillsättas i alla livsmedel för att förbättra den allmänna tarmhälsan. Carbiotix tarmhälsotester tillhandahålls nu till MWELL-kunder som ett sätt att validera effekten av produkten över tid. Detta representerar Carbiotix första LinkGut-tjänst för ett varumärke under ett etablerat livsmedelsföretag. Kort därefter, den 22 december, meddelade Bolaget att de tecknat tre LinkGut API-partneravtal med ett nystartat bolag i Europa och två i Nordamerika. Avtalen är ett viktigt steg för Carbiotix eftersom API-partners kommer att bli Carbiotix främsta drivkraft för försäljning av diagnostiska tjänster från och med det andra kvartalet 2021.

Tecknat avtal om 10-tonsanläggning som ska stå klar Q2-21

Som vi tidigare skrivit så är investeringar i större produktionskapacitet en förutsättning för att skala upp försäljningen, antingen i egna anläggningar och/eller via t.ex. JV-strukturer. Carbiotix själva har tidigare uttalat målsättningen att etablera en anläggning under år 2021 som initialt ska kunna producera 10 ton av prebiotikafibret AXOS årligen, vilket i och med det ingångna avtalet med FoodHills den 10 december förväntas vara på plats under Q2-21. Vi ser positivt på att Carbiotix levererar på sina uttalade mål, samt att denna första 10-tonsanläggning kommer att möjliggöra en expansion av produktionskapaciteten till 100 ton per år fram tills år 2022 med ytterligare expansionsmöjligheter på upp till 1000 ton per år inom FoodHills anläggningsyta.

Har antagits till PepsiCo's Greenhouse Accelerator-program

Som del i programmet erhåller Carbiotix 20 000 USD i bidrag, med möjlighet till ytterligare 100 000 USD, samt får medverka i ett sex månaders affärsprogram, utformat för att påskynda Carbiotix tillväxt genom personligt mentorskap från PepsiCo. Tidsmässigt passar detta bra ur flera perspektiv, dels med hänsyn till Carbiotix pågående uppskalning av AXOS i Sverige, dels det planerade slutförandet av marknadsgodkännande i USA med status *Generally Regarded As Safe (GRAS) self-affirmation*. Acceleratorprogrammet kan även komma att påskynda uppskalningen av AXOS i USA, eftersom leveranser till den amerikanska marknaden kommer att bli en prioriterad och stor marknadsmöjlighet för Carbiotix, samt fungera som mall för Bolagets AXOS-ingrediensuppskalning i Europa.

Uppdaterat värderingsintervall

Med hänsyn till senaste månadernas uppnådda milstolpar väljer vi att justera vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear. De finansiella prognoser lämnas relativt oförändrade, då kommunicerade händelserna redan sedan innan varit en del av de underliggande drivarna för gjorda estimat. Samarbetet med FoodHills för uppskalningen av AXOS är mycket positivt då det möjliggör högre försäljningsvolym, samtidigt som det minskar den operativa risken och sålades motiverar en multipelpremie och lägre diskonteringsränta. Givet en P/S-multipel om 6x på 2024 års prognos, och en diskonteringsränta om 10 %, motsvarar det ett nuvärde per aktie om 22,2 kr i ett Base scenario.

Milstolpar ger stöd till gjorda prognoser samt sänker den bolagsspecifika risken, vilket motiverar en uppvärdering.

Nyckelförändringar i värderingsmodellen

4x	➔	6x
Target P/S 2024		Target P/S 2024
Analys 14 oktober 2020		Analys 20 januari 2021
14 %	➔	10 %
WACC		WACC
Analys 14 oktober 2020		Analys 20 januari 2021

Källa: Analyst Group

Värderingsintervall oktober -20 vs. januari -21

Värderingsintervall	Oktober -20	Januari -21
Base scenario (per aktie)	7,0 kr	22,2 kr
Bull scenario (per aktie)	10,0 kr	29,6 kr
Bear scenario (per aktie)	3,0 kr	10,1 kr

Källa: Analyst Group

PRODUKTS-
ANLÄGGNING
MÖJLIGGÖR
EXPANSION



INVESTERINGSIDÉ

En global marknad i tillväxt gynnar Carbiotix

Marknaden för prebiotika är minst sagt omfattande, där marknadsstorleken estimeras växa med 9,5 % årligen (CAGR) tills år 2026, för att då nå ett värde av 8,5 mdUSD. Sett till marknaden för medicinsk mat är storleken mer än den dubbla, där en total marknadsvärdering uppskattades till 18,4 mdUSD år 2019 med en förväntad årlig tillväxt om 6,3 % tills år 2027. Carbiotix prebiotiska fiber AXOS och formatet för medicinsk mat som ämnas lanseras under 2021 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 för Bolaget.

Tydlig affärslogik med flera värde drivare

Under augusti 2020 genomfördes en riktad emission om ca 10 MSEK, med vidhängande teckningsoptioner som [sannolikt] komma att tillföra ca 14,4 MSEK under februari 2021. Kommande kvartal och år finns det en tydlig logik i hur Carbiotix affär kommer att byggas, där varje uppfyllt delmål möjliggör nästa. Under september erhöll AXOS sitt första europeiska patent och närmast är målsättningen att uppnå marknadsgodkännande i USA med status *Generally Regarded As Safe (GRAS) self-affirmation*, för att kunna påbörja försäljningen redan under 2021. Kort efter lanseringen av AXOS i USA siktar Carbiotix på att lansera ett format för medicinsk mat, vilket Analyst Group estimerar skulle kunna ske under H2-2021. Sett till den europeiska marknaden finns ännu ingen definierad tidsplan för lanseringen av AXOS och formatet för medicinsk mat, eftersom att den regulatoriska processen inom EFSA är mer långtgående. Troligen lär dock Carbiotix kunna "återanvända" delar av det material som krävs för att erhålla godkännande i USA för att kunna snabba på den regulatoriska processen inom EU. När väl produkterna nått marknaden blir det viktigt att skala upp tillverkningskapaciteten, där bl.a. ett av målen var att etablera en anläggning under år 2021 som kan producera 10 ton årligen av prebiotikafibret. I och med avtalet med FoodHills under december 2020 förväntas detta vara på plats under Q2-21. Genom att parallellt fortsätta knyta till sig fler LinkGut-partners, som i sig är intäktbringande men framförallt även potentiella köpare av AXOS och medicinsk mat, ges rätt förutsättningar för att Carbiotix snabbt ska kunna nå en växande försäljningsvolym. Några år in i kommersialiseringssfasen, rimligen omkring år 2022/2023, bör Carbiotix ha fått bra kunskap från marknaden för att kunna påbörja utvecklingen av sina terapeutiska produkter. Samtliga nämnda händelser utgör värde drivare på kort- respektive längre sikt, där både kommunicerade prestationer och faktiskt försäljning kan resultera i en fortsatt positiv kursutveckling i aktien.

Bred och sammanlänkad affärsmodell ökar chansen för framgång

Vad som får Carbiotix som investering att "sticka ut" är logiken i hur affären ska byggas. Bolaget arbetar för att etablera flera intäktskanaler vilka har tydliga intäkt- och kostnads-synergier. Om *go-to-market*-strategin är framgångsrik antar Analyst Group att det resulterar i en god värdeutväxling för en investering. Samtidigt, med tanke på att varje separat intäktskanal i sig kan generera värde, kan det räcka med att endast delar av kommersialiseringen slår igenom för att ge en god utveckling. Likt ett träd med ett rotsystem i grunden, kan Carbiotix affär växa och förgrenas till olika erbjudanden vilket därmed ökar chanserna för framgång.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning öka från år 2021/2022 för att uppgå till en omsättning om ca 29 MSEK år 2023 och ca 115 MSEK år 2025, där bl.a. marknadsgodkännande, tillverkningskapacitet och LinkGut-avtal är avgörande faktorer på vägen. Baserat på en applicerad målmultipel om P/S 6 på 2024 års försäljning, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 22,2 kr.

Kommer att krävas investeringar framgent

Via den riktade emission under Q3-20 har kassan stärkts. Samtidigt återstår regulatoriska processer, kommersialisering och fortsatt utvecklingsarbete för att öka försäljningen, där ett positivt rörelseresultat förväntas år 2023. 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 framgent, antas Carbiotix vara finansierade tills Q2-2022, givet att teckningsoptionerna under januari/februari 2021 tecknas fullt till teckningskursen 11,50 kr.

OMFATTANDE
MARKNAD

Teckna fler LinkGut-avtal

2021E
Lansering av:
AXOS

2021E
Lansering av:
Medicinsk mat

2023E
Lansering av:
Terapeutiska
produkter

~115 MSEK
OMSÄTTNING
2025E

FINANSIELL PROGNOSES

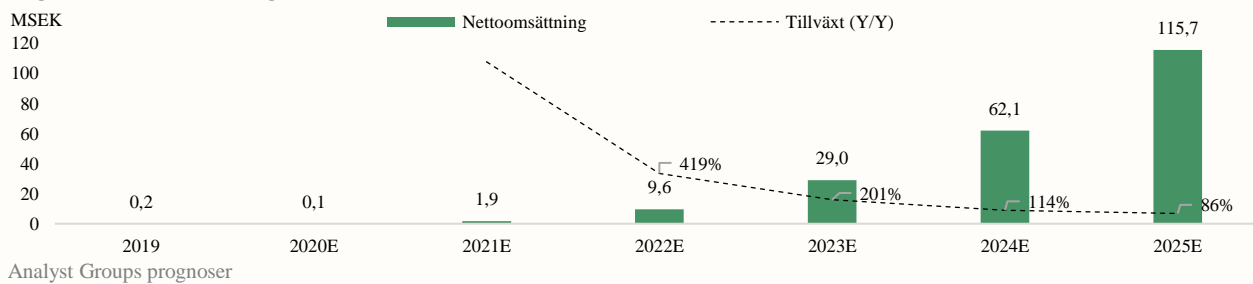
Omsättningsprognos 2020-2025

Analyst Groups finansiella estimat av Carbiotix utgår från de två huvudsakliga verksamhetsområdena; 1) *Diagnostikplattformen*, innehållande bl.a. testprodukten LinkGut, samt 2) *Modulatorer av mikrobiomet*, innehållande fiberprodukten Carbiotix AXOS, medicinsk mat och läkemedelskandidater. Baserat på Carbiotix uttalanden och Analyst Groups egna antaganden om Bolagets resursmässiga förmåga och strategiska val gällande vilka delar inom respektive verksamhetsområde som kommer vara prioriterat, utgår de finansiella estimaten för de närmaste åren primärt från LinkGut, AXOS och formatet för medicinsk mat. Resterande verksamhetsområden inkluderas således inte explicit i gjorda prognoserna, utan ses istället som extra värderingsoptioner på sikt.

LinkGut-testerna distribueras som en White Label-produkt och under 2020 har flera avtal ingåtts. LinkGut ger företag möjligheten att erbjuda en tarmhälsotest-tjänst 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-kund också en potentiell kund för AXOS och medicinsk mat, vilket ger intäktssynergier. Målsättningen är att AXOS ska erhålla marknadsgodkännande för försäljning i USA i närtid, och därefter i Europa. Prissättningen antas likna den för Inulin, ett etablerat prebiotika på marknaden idag, där Analyst Group antar en prisnivå omkring 9 USD/kg. Sett till formatet för medicinsk mat antas lansering under H2-2021, där prissättningen förväntas vara 10-15x högre jämfört med AXOS. Förutsättningar finns för stigande bruttomarginalerna 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 2021/2022, för att nå en total försäljning om ca 115 MSEK år 2025, där testplattformen och modulatorerna antas utgöra 12 % respektive 88 %. Baserat på segmentens adresserbara marknader, motsvarar det en marknadsandel om ca 1,5 % respektive < 1 % år 2025, vilket således kan anses vara konservativt.

Från år 2021/2022 estimeras tillväxten ta fart, där LinkGut, AXOS och formatet för medicinsk mat är viktiga drivare.

Prognostiserad nettoomsättning

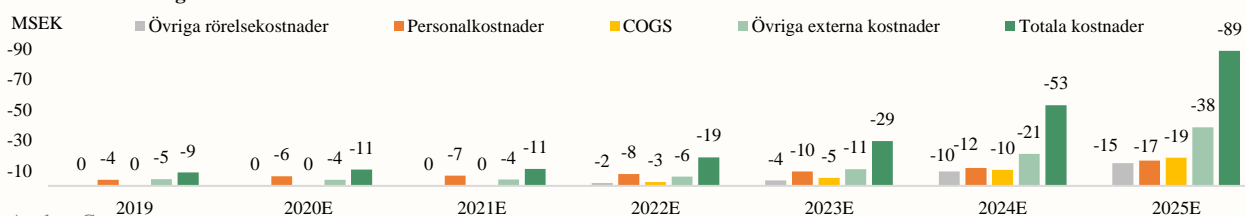


Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader

Vid försäljning av LinkGut har Carbiotix inga kostnader vare sig för marknadsföring eller lansering av tjänsten, vilket således innebär höga marginaler. Tillverkningskostnaden för AXOS antas initialt vara omkring 40 kr/kg, vilket bör kunna minska i takt med ökad volym och skalfördelar. Samma antagande antas även gälla för den medicinska maten, vars startkostnad vid påbörjad tillverkning dock lär vara 2-3x högre. Då produkten kommer att kunna prissättas högre, estimeras det innebära en marginal omkring 90 %. 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

VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Carbiotix.

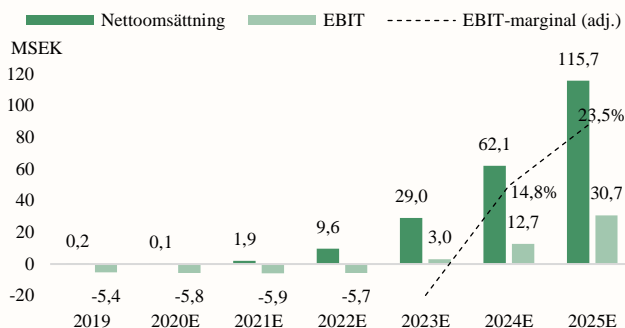
Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	0,2	0,1	1,9	9,6	29,0	62,1	115,7
COGS	-0,3	-0,1	-0,1	-2,6	-5,3	-10,5	-18,5
Bruttoresultat (adj.)¹	3,2	4,8	5,3	10,5	27,2	55,1	100,7
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a.	2,0%	96,5%	73,0%	81,7%	83,1%	84,0%

Övriga externa kostnader	-4,5	-4,2	-4,3	-6,3	-11,1	-21,0	-38,5
Personalkostnader	-4,0	-6,4	-6,8	-8,0	-9,5	-11,8	-16,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-2,0	-3,6	-9,5	-14,9
EBIT	-5,4	-5,8	-5,9	-5,7	3,0	12,7	30,7
EBIT-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,8%	23,5%

Analyst Groups prognoser

¹Inkl. aktiverat arbete.
²Exkl. aktiverat arbete.



Värdering: Base scenario

Då Carbiotix tillväxt estimeras ta fart 2021/2022 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 6 på 2024 års försäljning om ca 62 MSEK, så resulterar det i ett bolagsvärde om ca 360 MSEK. Om Carbiotix är framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, borde det resultera i en försäljningsmässig effekt som kan ses tills år 2023, 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 10 % diskonteringsränta är rimligt för Carbiotix i rådande läge, vilket utifrån ett bolagsvärde om 360 MSEK år 2024 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 22,2 kr idag i ett Base scenario.

22,2 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Bull scenario

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

- Carbiotix fortsätter sin positiva trend och lyckas knyta till sig fler LinkGut-avtal, vilka driver intäkter som därutöver möjliggör en högre försäljning av AXOS, medicinsk mat och kortare tid till marknaden.
- Efter att den initiala 10-tonsanläggningen etablerats under år 2021 fortsätter produktkapaciteten att utvidgas, där egna investeringar tillsammans med tänkbara JV-avtal kan möjliggöra högre försäljningsvolymerna.
- Under 2022/2023 kan det kliniska arbetet inledas med en partner som med rätt förutsättningar kan skynda på utvecklingen av de terapeutiska produkterna och vägen till marknads lansering, där Carbiotix under tiden kan erhålla delbetalningar och sedermera royaltyintäkter.

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultipel om P/S 6 på 2024 års försäljning om 83 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 29,6 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.³

Bear scenario

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

- Även om marknadsgodkännande kan erhållas för USA, och senare inom EU, måste Carbiotix fortsatt arbeta hårt för att initialt öka försäljningen av AXOS och formatet för medicinsk mat. Konkurrensen är tuff och ledtider ska inte underskattas, även om LinkGut-avtalen underlättar.
- Vid ett scenario där initiala investeringar tas för att kunna hantera en större tillverkning längre fram, men försäljningen försenas, måste Bolaget hantera sin tillgängliga likviditet effektivt för undvika att rådande *burn rate* åter upp kassan.
- Även om Carbiotix har en stabil kassa idag, kan ytterligare kapitalanskaffningar inte uteslutas framgent 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 6 och en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 10,1 kr i ett Bear scenario.³

³Se Appendix sida 7 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

APPENDIX

Base scenario, MSEK	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,8	0,2	0,1	1,9	9,6	29,0	62,1	115,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,6	3,3	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,4	3,5	5,0	5,4	13,1	32,5	65,6	119,2

Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-2,6	-5,3	-10,5	-18,5
Bruttoresultat	4,2	3,2	4,8	5,3	10,5	27,2	55,1	100,7
Bruttomarginal (adj.)	90,8%	n.a.	2,0%	96,5%	73,0%	81,7%	83,1%	84,0%

Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,2	-4,3	-6,3	-11,1	-21,0	-38,5
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,4	-6,8	-8,0	-9,5	-11,8	-16,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-2,0	-3,6	-9,5	-14,9
EBIT	-2,0	-5,4	-5,8	-5,9	-5,7	3,0	12,7	30,7
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,8%	23,5%

Nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	80,4	NM	NM	NM	23,3	7,7	3,6	1,9
EV/S	75,7	NM	NM	NM	21,9	7,3	3,4	1,8
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	70,2	16,6	6,9

Bull scenario, MSEK	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,8	0,2	0,1	2,5	13,7	41,4	82,9	158,0
Aktiverat arbete för egen räkning	1,6	3,3	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,4	3,5	5,1	6,0	17,2	44,9	86,4	161,5

Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-3,7	-7,1	-12,5	-21,4
Bruttoresultat	4,2	3,2	4,9	6,0	13,6	37,9	73,9	140,1
Bruttomarginal (adj.)	90,8%	n.a.	2,0%	97,3%	73,3%	83,0%	84,9%	86,5%

Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,1	-4,4	-7,2	-15,5	-27,9	-49,9
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,3	-6,9	-8,6	-10,8	-14,3	-21,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-2,9	-5,4	-12,8	-18,8
EBIT	-2,0	-5,4	-5,4	-5,5	-5,1	6,2	18,9	50,3
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,5%	18,5%	29,6%

Nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	80,4	NM	NM	88,4	16,3	5,4	2,7	1,4
EV/S	75,7	NM	NM	83,3	15,4	5,1	2,5	1,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	34,0	11,2	4,2

Bear scenario, MSEK	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,8	0,2	0,1	0,8	3,2	12,1	25,7	42,5
Aktiverat arbete för egen räkning	1,6	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,4	3,5	4,6	4,1	6,5	15,5	29,0	45,8

Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-1,0	-3,1	-6,5	-10,8
Bruttoresultat	4,2	3,2	4,5	4,1	5,5	12,4	22,5	35,0
Bruttomarginal (adj.)	90,8%	n.a.	2,0%	93,0%	69,4%	74,5%	74,6%	74,7%

Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,4	-4,2	-4,8	-7,1	-11,1	-16,6
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,8	-6,6	-6,9	-7,6	-8,7	-10,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,3	-4,5	-6,2
EBIT	-2,0	-5,4	-6,7	-6,8	-6,8	-3,7	-1,8	2,1
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	80,4	NM	NM	NM	70,7	18,4	8,7	5,3
EV/S	75,7	NM	NM	NM	66,6	17,4	8,2	5,0
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	102,6

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, 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.

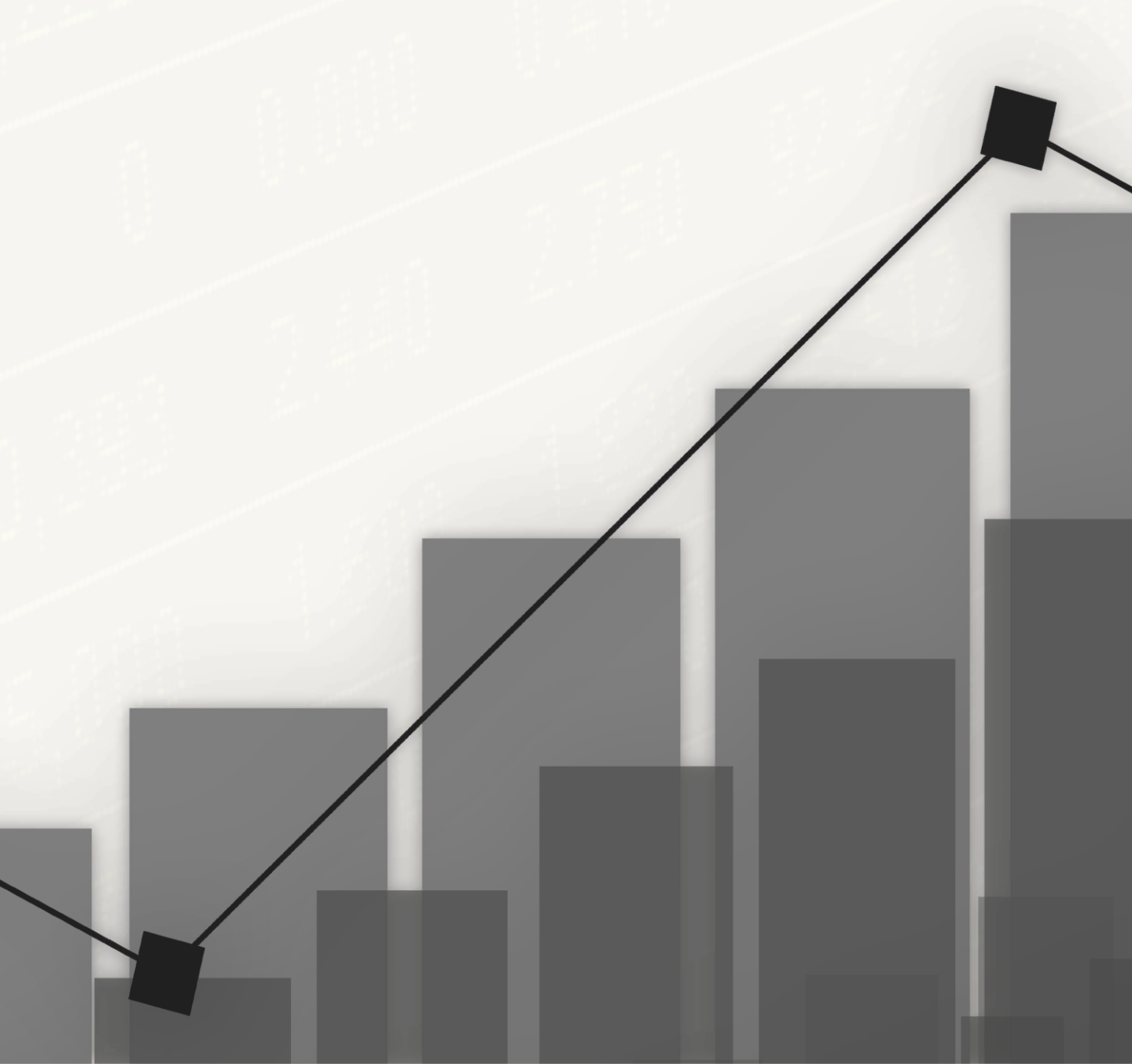
Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Carbiotix AB (publ)** (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 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund