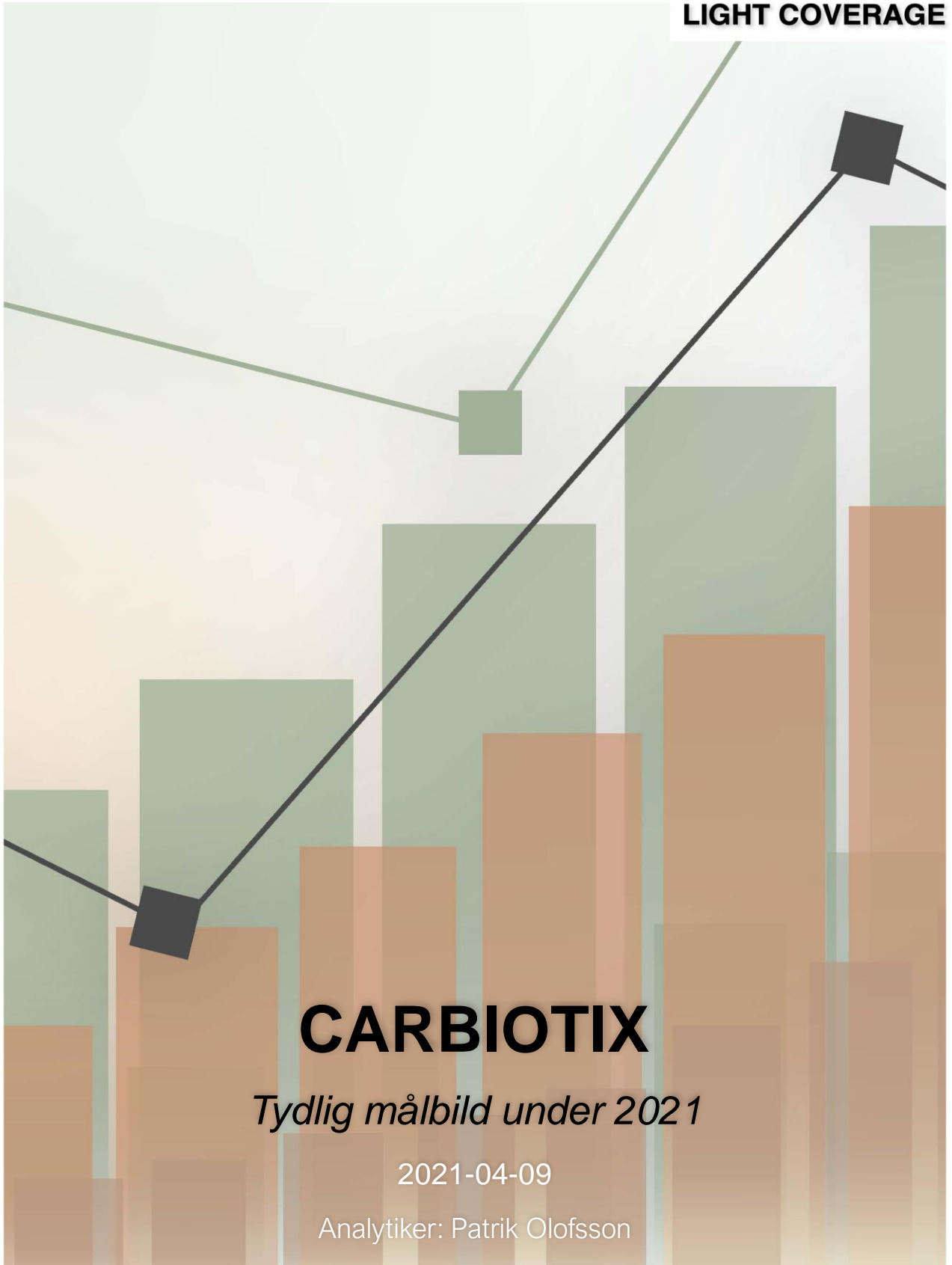


# AKTIEANALYS

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)

## TYDLIG MÅLBILD UNDER 2021



Carbiotix AB ("Carbiotix" eller "Bolaget") är ett FoodTech-bolag som under de senaste kvartalen uppnått flera viktiga milstolpar. Under februari fylldes kassan på via inlösen av TO1 där nyttjandegraden uppgick till 100 %, den finansiella positionen har därmed stärkts och under 2021 finns flera möjliga triggers att se fram emot, bl a färdigställandet av en första pilotanläggning under H2-21, GRAS-status i USA och vidare expansion av LinkGut API-lösninge. Med hänsyn till att Carbiotix utvecklas i linje med våra förväntningar ser vi fortsatt ett motiverat nuvärde idag om 246 MSEK (Market Cap), motsvarande 20 kr per aktie, i ett Base scenario.

### ▪ Påfylld kassa via fullt utnyttjade teckningsoptioner

Under Q1-21 tillfördes Carbiotix ca 14,4 MSEK via fullt utnyttjande av teckningsoptionerna av serie TO1, där lösenpriset uppgick till 11,50 kr. Vid utgången av december uppgick kassan till 7,6 MSEK och med hänsyn till TO-likviden, samt en av Analyst Group antagen *burn rate* om ca -1 MSEK/månad framgent, estimeras Carbiotix vara finansierade tills utgången av Q2-22. Den finansiella positionen är därmed stark och bidrar till att ge Carbiotix förutsättningarna att följa sin strategiska plan.

### ▪ Utvärderar nytt enzym med branschledande aktör

Carbiotix har påbörjat en omfattande utvärdering av ett nytt enzym från en potentiell strategisk partner. Leverantören är en branschledare vilket skapar bättre tillförlitlighet i Carbiotix leveranskedja. Dessutom bedöms även enzymet kunna påskynda erhållandet av GRAS-status i USA, samt även EFSA Novel Foods-status i EU för AXOS-ingredienser, kosttillskott och medicinsk mat. Vi estimerar att en GRAS-status i USA kan vara i mål under andra halvan av 2021, tillsammans med färdigställandet av den första pilotanläggningen.

### ▪ Värderingsintervall intakt

Då Carbiotix, enligt vad vi tidigare räknat med, stärkte sin kassa via TO1, och att verksamheten i övrigt utvecklas i linje med våra förväntningar samt att vi fortsatt ser ett antal triggers under kommande kvartal, väljer vi att behålla vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull och Bear. Dock har en justering gjorts gällande värde per aktie, till följd av tillkommande aktier via nämnda teckningsoptioner. Likväl är själva bolagsvärdet i vårt intervall, i termer av Market Cap, oförändrat.

### ▪ Fortsatt sikte mot 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 anser Analyst Group att förutsättningar bör finnas för att Carbiotix ska kunna nå ut med sina produkter och ta större marknadsandelar kommande år.

## AKTIEKURS | 13,6 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNOSS

**BEAR**  
9,1 kr

**BASE**  
20,0 kr

**BULL**  
26,6 kr

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

#### CARBOTIX AB

Senast betalt (2021-04-08) (SEK)	13,6
Antal Aktier (st.)	12 333 000
Market Cap (MSEK)	167,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-22,0 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	145,8
V.52 prisintervall (SEK)	2,07 – 28,95
Lista	Spotlight Stock Market

#### UTVECKLING

1 månad	-18,3 %
3 månader	+3,5 %
1 år	+322,4 %
YTD	+13,5 %

#### HUVUDÄGARE (PER 2020-12-31)

Kristofer Cook	20,2 %
Peter Falck	19,4 %
Avanza Pension	8,9 %
Nordnet Pensionsförsäkring	7,3 %
Global Product Compliance (Europe) A	4,0 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Kristofer Cook
Styrelseordförande	Peter Falck <sup>2</sup>

#### FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport #1 2021	2021-05-11
-------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	9,6	29,0	62,1	115,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>10,5</b>	<b>27,1</b>	<b>55,1</b>	<b>100,7</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>3</sup>	n.a.	96,5%	73,0%	81,7%	83,1%	84,0%
Rörelsekostnader	-10,6	-11,2	-16,2	-24,2	-42,4	-70,0
<b>EBIT</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>3,0</b>	<b>12,7</b>	<b>30,7</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>3</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	14,9%	23,5%
P/S	NM	90,4	17,4	5,8	2,7	1,4
EV/S	NM	78,6	15,1	5,0	2,3	1,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	48,7	11,5	4,8

<sup>1</sup>Inkl. nettolikvid om ca 14,3 MSEK från TO-inlösen under februari 2021.

<sup>2</sup>Inför årsstämman den 23 april 2021 har Jonas Danielsson föreslagits som ny ordförande.

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

# ANALYSUPPDATERING Q2-21

Detta avsnitt innehåller en sammanfattning av ett urval av händelser sedan vår senaste aktieanalys den 20 januari 2021, samt en redogörelse för vårt aktuella värderingsintervall till följd av de milstolpar som Carbiotix uppnått under de senaste månaderna.

## Carbiotix har tillförts +14 MSEK via inlösen av TO1

Med tanke på att Carbiotix aktie under slutet av januari/början av februari 2021 handlades omkring nivåer om 17-21 kr/aktie, och högsta teckningskurs via TO1 var 11,50 kr, räknade vi med att Carbiotix skulle tillföras majoriteten av likviden. Den 16 februari 2021 kommunicerade Bolaget att totalt 1 250 000 aktier tecknades genom nyttjandet av 1 250 000 teckningsoptioner av serie TO1, vilket motsvarade en nyttjandegrad om 100 %. Carbiotix tillfördes därmed ca 14,4 MSEK före emissionskostnader, vilka beräknas ha uppgått till 0,06 MSEK. Vid utgången av december uppgick Bolagets kassa till 7,6 MSEK, och under Q4-20 var den operativa kapitalförbrukningen ca -1 MSEK/månad. Givet en fortsatt *burn rate* under Q1-21, i linje med Q4-20, samt med hänsyn till tillkommande likvid från TO1, estimerar vi att Carbiotix kassa uppgick till ca 18,7 MSEK per den sista mars 2021. Givet en fortsatt *burn rate* om -1 MSEK/månad framgent, skulle Carbiotix vara finansierade tills utgången av Q2-22.

FINANSIERADE  
TILLS  
UTGÅNGEN  
AV Q2 2022

## Utvärderar ett nytt enzym från en potentiell strategisk partner

I slutet av mars meddelade Carbiotix att de under Q2-21 påbörjar en omfattande utvärdering av ett nytt enzym från en potentiell strategisk partner. Enzymet har potentialen att påskynda erhållandet av den s.k. *Generally Regarded As Safe (GRAS) self-affirmation* status från FDA i USA, samt även *EFSA Novel Foods*-status i EU för AXOS-livsmedelsingredienser, kosttillskott och medicinsk mat. Genom att skynda på denna process, och samtidigt säkerställa en konsekvent produkt framöver, minskas tiden till att nå marknaden. Detta kommer dock att förskjuta tidsplanen av den just nu pågående GRAS self affirmation-processen för AXOS. Carbiotix har inte angivit någon specifik tidpunkt för när processen kan tänkas slutföras, men att förhoppningen är att det ska ske så snart som möjligt och i linje med att Bolagets första pilotanläggning slutförs, vilket har kommunicerats att det ska ske under H2-21.

## Lanserar LinkGut API och fokuserar på API-partners

I början av april meddelade Carbiotix att de har lanserat sitt LinkGut API enligt plan och nu fokuserar uteslutande på API-partners. Detta innebär att Bolaget kommer att fokusera på att erbjuda det mest prisvärda, pålitliga och flexibla White Label-tarmhälsotestet till företag som är intresserade av att erbjuda sina egna tarmhälsotest. I samband med pressmeddelandet tillade VD Kristofer Cook att "[...] Vi kommer att lansera vår LinkGut API-tjänst under andra kvartalet, med fokus på att initiera våra tre första partners, samtidigt som vi lägger till ytterligare partners under kvartalet och fortsatt adderar nya partners kvartalsvis."

## Lämnar vårt värderingsintervall oförändrat

Med hänsyn till att Carbiotix utvecklas enligt våra estimat väljer vi att lämna vårt tidigare värderingsintervall oförändrat i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear. Dock, i och med TO1 har ca 1,3 miljoner aktier tillkommit, vilket får en effekt i termer av att värdet per aktie blir lägre. Likväl är vår målmultipl (P/S) oförändrad och således även det bolagsvärde i termer av Market Cap som vi anser vara motiverat idag.

### I samband med vår analysuppdatering i april 2021 lämnar värderingsintervall oförändrat i termer av Market Cap.

Nyckelinput i värderingsmodellen

<b>6x</b>	➔	<b>6x</b>
Target P/S 2024		Target P/S 2024
Analys		Analys
20 januari 2021		9 april 2021
<b>10 %</b>	➔	<b>10 %</b>
WACC		WACC
Analys		Analys
20 januari 2021		9 april 2021

Källa: Analyst Group

Värderingsintervall januari -21 vs. april -21

Värderingsintervall	januari -21	april -21
Base scenario (per aktie)	22,2 kr/aktie	<b>20,0 kr/aktie</b>
Bull scenario (per aktie)	29,6 kr/aktie	<b>26,6 kr/aktie</b>
Bear scenario (per aktie)	10,1 kr/aktie	<b>9,1 kr/aktie</b>
Värderingsintervall	januari -21	april -21
Base scenario (Market Cap)	246 MSEK	<b>246 MSEK</b>
Bull scenario (Market Cap)	328 MSEK	<b>328 MSEK</b>
Bear scenario (Market Cap)	112 MSEK	<b>112 MSEK</b>

Källa: Analyst Group

# 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 och via de vidhängande teckningsoptionerna tillfördes Carbiotix ytterligare 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 under 2021/2022. 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 H1-2022. 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 är att etablera en pilotanläggning 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 H2-21. Genom att parallellt fortsätta knyta till sig fler LinkGut API-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-tjänsten 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 20 kr.

## Kommer att krävas investeringar framgent

Via den riktade emissionen under Q3-20 och inlösen av TO1 under Q1-21 har kassan stärkts väsentligt. 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 utgången av andra kvartalet 2022, allt annat lika.

OMFATTANDE  
MARKNAD

Expandera via LinkGut API

2021E  
Lansering av:  
AXOS

2022E  
Lansering av:  
Medicinsk mat

2023E  
Lansering av:  
Terapeutiska  
produkter

~115 MSEK  
OMSÄTTNING  
2025E

# FINANSIELL PROGNOSES

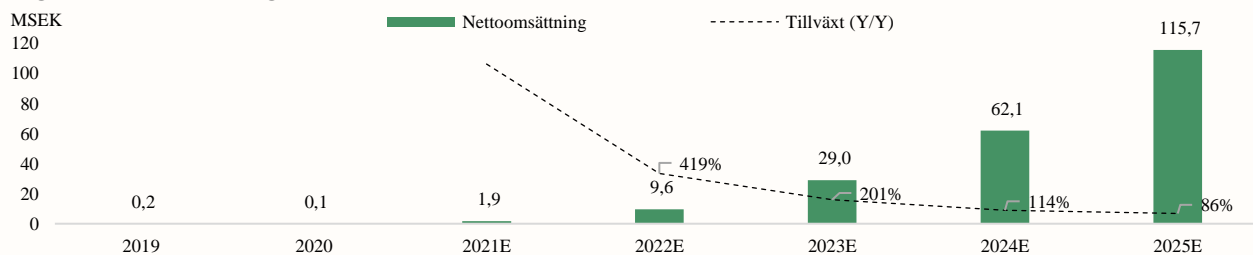
## Omsättningsprognos 2021-2025

Analyst Groups finansiella estimat av Carbiotix utgår från de två huvudsakliga verksamhetsområdena; 1) *Diagnostikplattformen*, innehållande bl.a. 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 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 AXOS och medicinsk mat, vilket ger intäkts-synergier. 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

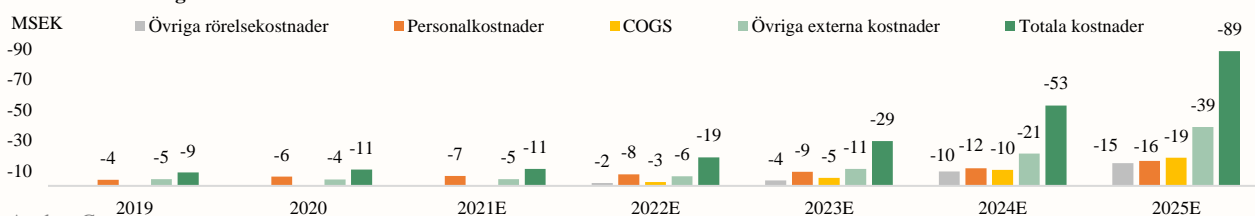


Analyst Groups prognoser

## 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.

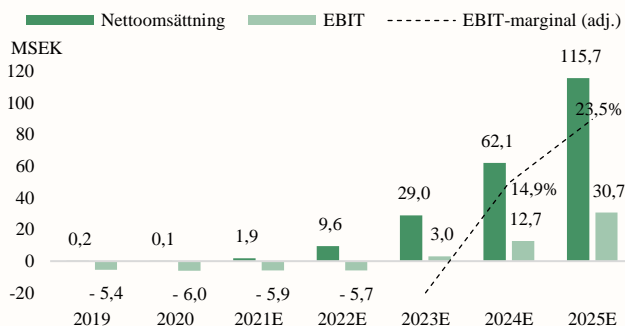
Finansiell prognos, Base scenario

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

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

Analyst Groups prognoser

<sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete.  
<sup>2</sup>Exkl. 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 2024, 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 20,0 kr idag i ett Base scenario.

**20,0 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 bredda sin räckvidd med LinkGut, 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 försäljningsvolymer.
- 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 26,6 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.<sup>3</sup>

### 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-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 likviditet effektivt för undvika att rådande *burn rate* åter upp kassan.
- Även om Carbiotix har en stark 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 9,1 kr i ett Bear scenario.<sup>3</sup>

<sup>3</sup>Se Appendix sida 8 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

## APPENDIX

Base scenario, MSEK	2018	2019	2020	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	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>13,1</b>	<b>32,4</b>	<b>65,5</b>	<b>119,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-2,6	-5,3	-10,5	-18,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>10,5</b>	<b>27,1</b>	<b>55,1</b>	<b>100,7</b>
Bruttomarginal (adj.)	90,8%	n.a.	n.a.	96,5%	73,0%	81,7%	83,1%	84,0%
Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,3	-4,5	-6,4	-11,3	-21,2	-38,7
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,2	-6,6	-7,7	-9,3	-11,6	-16,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-2,0	-3,6	-9,5	-14,9
<b>EBIT</b>	<b>-2,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>3,0</b>	<b>12,7</b>	<b>30,7</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,9%	23,5%
<b>Nyckeltal</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	60,2	NM	NM	90,4	17,4	5,8	2,7	1,4
EV/S	52,4	NM	NM	78,6	15,1	5,0	2,3	1,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	48,7	11,5	4,8
<b>Bull scenario, MSEK</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
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	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>17,2</b>	<b>44,9</b>	<b>86,4</b>	<b>161,5</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-3,7	-7,1	-12,5	-21,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>	<b>13,5</b>	<b>37,8</b>	<b>73,9</b>	<b>140,1</b>
Bruttomarginal (adj.)	90,8%	n.a.	n.a.	97,3%	73,3%	83,0%	84,9%	86,5%
Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,3	-4,6	-7,4	-15,7	-28,1	-50,1
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,2	-6,7	-8,4	-10,6	-14,1	-20,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	-2,9	-5,4	-12,8	-18,8
<b>EBIT</b>	<b>-2,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>18,8</b>	<b>50,3</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,6%	18,5%	29,6%
<b>Nyckeltal</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	60,2	NM	NM	66,3	12,2	4,0	2,0	1,1
EV/S	52,4	NM	NM	57,6	10,6	3,5	1,8	0,9
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	23,6	7,7	2,9
<b>Bear scenario, MSEK</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
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	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,6</b>	<b>15,6</b>	<b>29,1</b>	<b>46,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-1,0	-3,1	-6,5	-10,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>12,5</b>	<b>22,6</b>	<b>35,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	90,8%	n.a.	n.a.	93,0%	69,4%	74,5%	74,6%	74,7%
Övriga externa kostnader	-3,2	-4,5	-4,3	-4,4	-5,0	-7,2	-11,3	-16,8
Personalkostnader	-2,9	-4,0	-6,2	-6,4	-6,7	-7,4	-8,5	-10,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,3	-4,5	-6,2
<b>EBIT</b>	<b>-2,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,2</b>
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	60,2	NM	NM	NM	53,0	13,8	6,5	3,9
EV/S	52,4	NM	NM	NM	46,1	12,0	5,7	3,4
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	65,4



# 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.

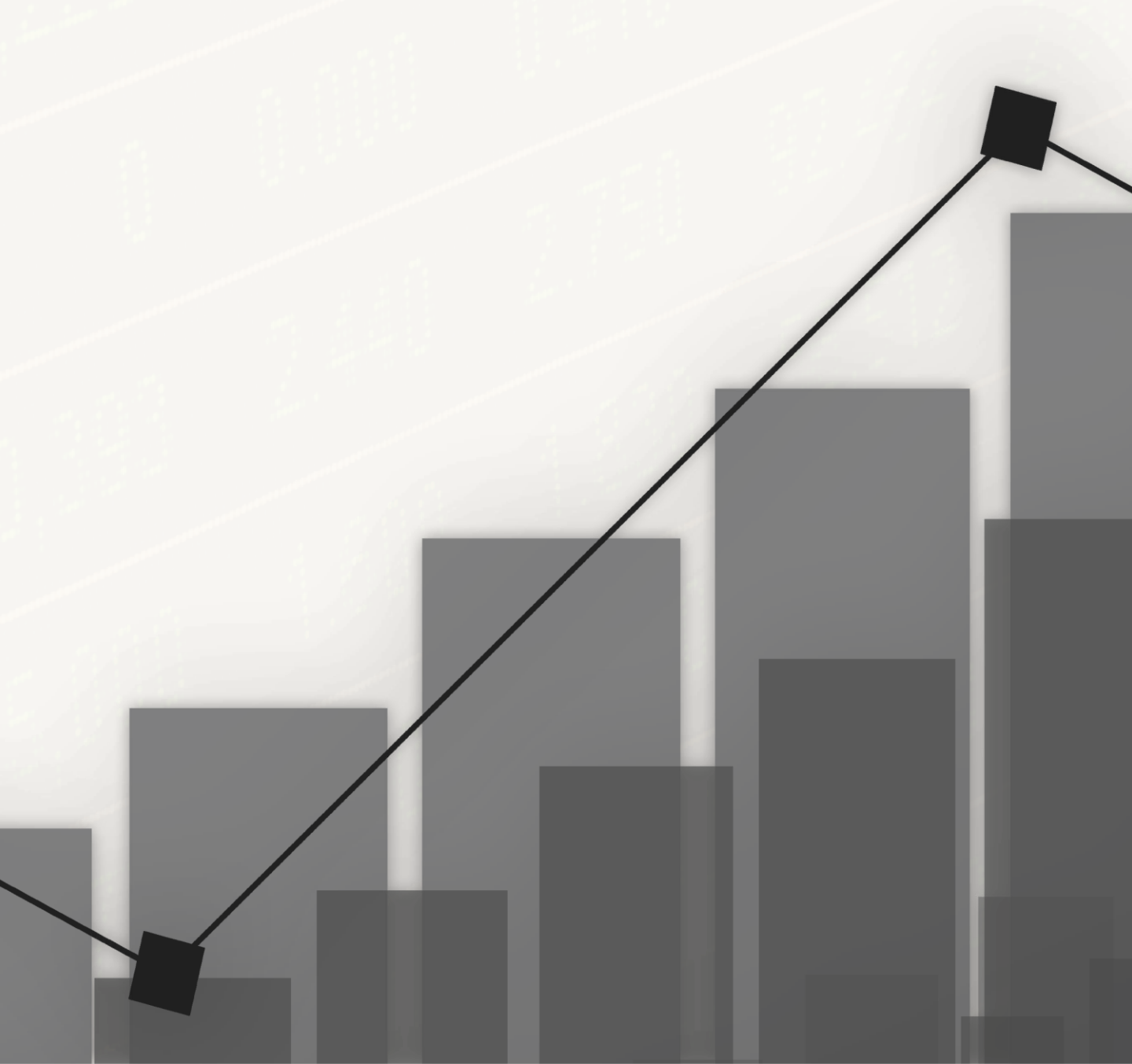
## Övrigt

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](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund