

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



BAYN GROUP

AmerPharma bidrar starkt positivt till Bayns lönsamhet

2020-09-18

Analytiker: Joakim Walldoff

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 en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

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

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Bayn Group AB (publ) ("Bayn" eller "Bolaget") är en Food-Tech koncern som utvecklar och säljer sötade fibrer och sötningsmedel, socker- och kalorireducerade produkter, samt *functional-* och *protein-enhanced foods* produkter. Inom råvarudelen säljer Bayn produkterna: EUREBA, egenutvecklade sockerersättande sötade fibrer, samt NAVIA, sötningsmedelsråvaror. Inom *functional-* och *protein-enhanced foods* produktområdet säljer Bolaget produkter under varumärkena Pändy och Tweek, och säljer bland annat sockerreducerat godis, proteinbars, proteinchips, och sockerfria veganska energidrycker. Därutöver är även Klement Spolka Z Ograniczona Odpowiedzialnosc ("AmerPharma" framgent), ett ledande bolag inom kalorifria såser och sirap samt private label tillverkning, samt Koppers Candy Sweden, ett bolag som tillverkar sockerreducerat godis, delar av koncernen. Bayn är noterat på Nasdaq First North Growth Market sedan 12 November 2014.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell Prognos	10-12
Värdering	13-14
Bull & Bear	15
Vice-VD intervju	16
Ledning & Styrelse	17-18
Appendix	19-20
Disclaimer	21

VÄRDEDREVARE

9 av 10

Den sammanslagna koncernen med Bayn Brands, Pändy, Tweek, Koppers Candy Sweden, samt AmerPharma estimeras visa en stark omsättningstillväxt framgent, då det nya Bolaget kommer äga hela värdekedjan och därför kommer kunna sälja produkter och tjänster inom flera vertikaler, samt öka bruttomarginalerna över tid, då Bolaget nu har egen produktion. Därtill bedöms möjligheterna att få finansiering samt att fortsätta förvärva bolag som goda för Bayn.

HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

Bayn har historiskt visat negativt rörelseresultat, och visar även negativt rörelseresultat på rullande 12 månader. Framgent ser dock möjligheterna för lönsamhet bättre ut, då flera av dotterbolagen bedöms visa EBITDA-lönsamhet under helåret 2020, vilket kommer stärka koncernens konsoliderade EBITDA-marginal framgent. Detta påvisades redan i Q2-20, då Bayn visade proforma EBITDA-lönsamhet för första gången i Bolagets historia.

LEDNING & STYRELSE

9 av 10

Ledningen och styrelsen i Bayn består av ett team med god kompetens och erfarenhet från diverse olika, men för Bayn relevanta, industrier, där flera i styrelsen dessutom har erfarenhet av att göra förvärv. Ägarbild är mycket stark i Bayn, med ett stort insiderägande, och där de 20 största ägarna tillsammans äger mer än 60 % av de utestående aktierna, där bland annat Stillfronts VD Jörgen Larsson finns med som ägare av ca 2,31 % av kapitalet, samt affärsmannen och investeraren Håkan Roos med ett ägande om 8,19 % av kapitalet.

RISKPROFIL

4 av 10

Risken i Bayn har minskat i takt med att Bolaget har växt koncernen och fått kontroll över hela värdekedjan från produktion till slutkonsument, samtidigt som flera av de förvärvade bolagen även bidrar starkt positivt till Bayns konsoliderade lönsamhet. Givet låg finansieringsrisk bedöms risken i Bayn vara på sin lägsta punkt hittills, och Analyst Group anser att riskprofilen kommer att minska ytterligare framgent i takt med att Bayn fortsätter växa.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

BAYN GROUP (BAYN)

AMERPHARMA BIDRAR STARKT POSITIVT TILL BAYNS LÖNSAMHET



Bayn Group är en Food-Tech koncern som är aktiva inom de snabbväxande segmenten socker- och kalorireduktion samt functional och protein-enhanced foods. Bolaget har sedan början av 2020, i samband med att Bayn fusionerades med Pändy Foods, inlett en expansiv M&A strategi, där Bolaget har utnyttjat den fragmenterade marknadsstrukturen inom Food-Tech marknaden för att göra strategiska förvärv till låga värderingar, och har genom denna strategi på kort tid lyckats bygga upp en av Europas snabbast växande Food-Tech koncerner. Bolaget har visat på en mycket stark omsättningstillväxt de senaste kvartalen, med en omsättningstillväxt om 1441 %, på proformabasis, under Q2-20, och visade även konsoliderat sitt första positiva proforma EBITDA-resultat under kvartalet. Givet att Analyst Group bedömer förutsättningarna både för fortsatta förvärv samt för organisk tillväxt framgent som goda, sätts en P/S målmultipel om 15,0x för år 2020, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering. Denna målmultipel motiverar ett pris per aktie om ca 11,29 kr i ett Base scenario.

▪ Fortsätter exekvera på sin M&A strategi för att bygga en ledande Food-Tech koncern

Förvärven av AmerPharma, Koppers Candy Sweden, och Tweek visar tydligt att Bayn är seriösa med sina uttalade ambitioner att bygga en ledande Food-Tech koncern, och Analyst Group bedömer att det huvudsakliga fokuset för Bayn framgent kommer vara att fortsätta växa organisationen med nya förvärv och realisera synergieffekter inom koncernen. I och med förvärvet av AmerPharma får Bayn en ledande position inom marknaden för kalorifria såser och sirap, samt en stark position på den polska marknaden, genom Koppers kan Bayn stärka marginalerna inom produktionen, och genom Tweek får Bayn en ledande position inom marknaden för sockerreducerat godis. Givet att marknaderna som Bayn är verksamma inom är kraftigt fragmenterade, med många mindre aktörer, ser möjligheterna för framtida kompletterande förvärv goda ut.

▪ Bayn kapitaliserar på trenden mot minskat socker-användande

Den rådande hälsotrenden i Europa går mot produkter som innehåller allt mindre, eller inget, tillsatt socker. Allt fler produkter av denna typ lanseras, och dessa använder sötningsmedel, av antingen naturlig eller artificiell karaktär. Utöver detta finns det uttalade mål inom EU att minska sockerintaget per capita, där EU jobbar kontinuerligt med att främja minskat socker-användande. Bayn är mycket väl positionerat för att kapitalisera på den underliggande socker-reduceringstrenden, då Bolaget genom sina dotterbolag har en ledande ställning inom bl.a socker-reducerat godis, sockerersättande råvaror, och kalorifria såser och sirap.

▪ Strategiska och kapitalstarka storägare minskar finansieringsrisken

I den riktade nyemissionen som Bayn genomförde under augusti månad tog Bolaget in 97,5 MSEK, där en majoritet av emissionen togs av Håkan Roos (genom Roosgruppen AB) och Handelsbanken Fonder, som genom deltagandet i emissionen även blev två av Bayns största ägare. Båda dessa parter bedöms som strategiskt långsiktiga investerare i Bayn, då de båda är kapitalstarka aktörer, som kan bidra till att fylla kommande kapitalbehov som kan uppstå i takt med att Bayn fortsätter exekvera på sin M&A strategi.

AKTIEKURS | 7,98 kr

VÄRDERINGSINTERVALL
BEAR
7,29 kr

BASE
11,29 kr

BULL
14,78 kr

BAYN GROUP (BAYN)	
Senast betalt (2020-09-17)	7,98
Antal Aktier	112 733 439
Market Cap (MSEK)	899,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)**	-55,0
Enterprise Value (MSEK)	844,7
V.52 prisintervall (SEK)	1,05 – 10,10
Lista	Nasdaq First North

UTVECKLING	
1 månad	12,88 %
3 månader	71,43 %
1 år	382,97 %
YTD	463,18 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BAYN GROUP)	
Seved Invest AB (Thomas Petrén)	11,00 %
Roosgruppen AB (Håkan Roos)	8,19 %
Semroen AB (Simon Petrén)	5,30 %
Deck Af Lilja AB (Tommy Jönsson)	5,03 %
Första Entreprenörsfonden (via fonder)	3,86 %
Dita Invest Holding AB (Mikael Pettersson)	3,81 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Patrik Edström
Styrelseordförande	Peter Werme

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q3 2020	2020-11-25

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E*	2021E*
Omsättning	3,2	6,0	81,9	122,9
<i>Omsättningstillväxt</i>	42,7%	85,3%	1273,6%	50,1%
Bruttoresultat	3,7	2,1	34,6	53,6
<i>Bruttomarginal</i>	73,4%	29,7%	40,8%	41,8%
EBITDA	-7,8	-12,8	-6,5	1,6
<i>EBITDA-marginal</i>	-156,0%	-178,5%	-7,7%	1,3%
Nettoresultat	-10,3	-15,3	-15,1	-1,1
<i>Nettomarginal</i>	-205,7%	-213,2%	-17,8%	-0,9%
P/S	15,3	12,4	11,0	7,3
EV/S	14,9	12,1	10,3	6,9
EV/EBITDA	-6,1	-5,6	-129,5	522,0

*Samtliga framåtblickande siffror från denna punkt framåt hänvisar till estimerade proformasiffror
** Estimerad nettokassa

INVESTERINGSIDÉ

Bayns underliggande marknader växer starkt

Bayn verkar på tre huvudsakliga marknader: *sötningemedelsmarknaden*, marknaden för *functional foods*, där sockerreducerat godis b.l.a. inkluderas, samt marknaden för *high protein food*. Alla dessa underliggande marknader bedöms ha en god tillväxt framgent, där *sötningemedelsmarknaden* förväntas visa en CAGR om 6,3 % mellan åren 2018 och 2026 och nå en storlek om ca 10,3 mdUSD år 2026, *functional foods* marknaden förväntas växa med en CAGR om 7,9% mellan åren 2019 och 2025 och nå en storlek om 161,49 mdUSD år 2025, och marknaden för *high protein food* väntas visa en CAGR om 10,6 % mellan åren 2017 och 2021, och nå en storlek om 91 mdUSD år 2021. Dessa marknader drivs gemensamt av ett ökat hälsofokus globalt, där konsumenter eftersöker mer hälsosamma produkter med mindre socker och mer näringsrikt- och proteinrikt innehåll.

Insiderägande om totalt ca 31 % och kapitalstarka storägare

En majoritet av Bayns styrelse och ledning äger aktier i Bolaget, och styrelsen och ledningen äger tillsammans totalt ca 31 % av Bayns utestående aktier. Detta ingjuter ett starkt förtroende för att ledande befattningshavare kommer agera för att skapa aktieägarvärde. De två största ägarna är Thomas Petré samt Simon Petré, styrelseledamot i Bayn respektive vice VD i Bayn, som innehar ett ägande om ca 11,0 % respektive ca 5,3 % av kapitalet. Utöver detta äger bland annat Bayns styrelseordförande Peter Werme totalt ca 3,9 % av kapitalet, genom Första Entreprenörsfonden och privat, styrelseledamot Mikael Pettersson äger ca 3,8 % av kapitalet, samt Bayns VD Patrik Edström ca 0,4 % av kapitalet. Utöver stort insiderägande utgör även ägande från kapitalstarka och långsiktiga ägare såsom investeraren och affärsmannen Håkan Roos, med ett ägande om ca 8,2 %, Stillfronts VD Jörgen Larsson, med ett ägande om ca 2,3 %, samt Handelsbanken Fonder, med ett ägande om 3,0 %, ett mycket stort förtroende för Bayn som bolag och för Bolagets aktieägare.

Produkter som ligger helt rätt i tiden

Skiftet bort från socker till nyttigare alternativ är påtagligt i Europa, och kanske särskilt i de områden som Bayn är inriktade på. Inom functional- och protein-enhanced foods ingår produkter som exempelvis godis, proteinbars, chips, proteinyoghurt, energidricka, med mera, och i dessa produktkategorier blir det allt vanligare med produkter som antingen är helt sockerfria eller inte innehåller något tillsatt socker. Bayn kapitaliserar på skiftet bort från socker och tillväxten inom functional- och protein-enhanced food marknaderna på tre sätt: dels genom försäljning av produkterna som säljs under varumärkena Pändy och Tweek, som är två ledande varumärkena inom vissa produktkategorier på dessa två marknader enligt smaktester och marknadsandelar, dels genom private label tillverkningen som AmerPharma och Koppers Candy Sweden utför, samt slutligen genom att Bayn Brands säljer sockerersättande lösningar till företag som är aktiva inom dessa marknader.

Utnyttjar värderingsgapet mellan onoterat och noterat genom sin M&A strategi

De senaste förvärven av AmerPharma, Kopper Candy Sweden, samt Tweek visar tydligt att Bayn är seriösa med sina tidigare uttalade ambitioner att bygga ett ledande Food-Tech bolag, och det visar också på hur Bolaget kan förvärva onoterade bolag till betydligt lägre värderingsmultiplar än vad Bayn handlas till på börsen. Genom att utnyttja det värderingsgap som existerar mellan onoterade och noterade bolag, ett värderingsgap som är särskilt påtagligt inom Food-Tech industrin, bedöms Bayn kunna fortsätta förvärva onoterade bolag framgent, där kombinationen av att betala med egna, nyemitterade, aktier och kontanter visat sig vara en framgångsrik strategi för många andra bolag i andra industrier, däribland för spelbolagen Embracer och Stillfront. Genom att dels kunna förvärva till lägre multiplar, och sedan betala en del av förvärven med egna aktier som är värderade till avsevärt högre multiplar än förvärvsmultipeln, så utnyttjas värderingsgapet maximalt, och Bolaget kan minska utspädningen för befintliga aktieägare vid förvärven.

Goda utsikter för marginalexpansion framgent då Bolaget uppnår skalfördelar

Bayn Brands, Koppers Candy Sweden, AmerPharma, Pändy och Tweek har, som enskilda bolag, konsekvent visat en stark Y-on-Y tillväxt de senaste åren, och förutsättningarna för den sammanslagna koncernen att fortsätta växa framöver ser goda ut, med växande underliggande marknader och produkter som kapitaliserar på den starka sockerreduceringstrenden. I takt med att Bayn växt och skalat upp koncernen har Bolaget nu fått kontroll över hela värdekedjan från produktion till slutkonsument, och möjligheterna att uppnå skalfördelar och ökade bruttomarginaler har drastiskt förbättrats. Genom att realisera synergieffekter inom R&D, produktion, distribution, samt försäljningskanaler, bedöms både bruttomarginalen och EBITDA-marginalen stiga framgent.

Motiverat värde om 11,29 kr per aktie på 2020 års prognos

För räkenskapsåret 2020 estimeras i ett Base scenario en omsättningstillväxt om ca 1274 %, vilket tillsammans med en målmultipel om 15,0x P/S ger en motiverad värdering om 11,29 kr aktien. Vid annorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

INSIDERÄGANDE
ÖVER 30 %

FRAMGÅNGSRIK
M&A STRATEGI

MARGINAL-
EXPANSION
ESTIMERAS
FRAMGENT

BOLAGSBESKRIVNING

BAYN HAR
FLERA
VÄLKÄNDA
KUNDER,
DÄRIBLAND:



När livet leker



Bayn Group är ett svenskt Food-Tech bolag som arbetar med att utveckla och sälja sötade fibrer och sötningsmedel från naturliga källor samt socker- och kalorireducerade produkter. Bolaget består i dagsläget av fem stycken dotterbolag:

Bayn Brands

Bayn Brands är råvarudelen av Bayn, och Bolaget säljer råvaror under två varumärken under denna del av verksamheten:

- **EUREBA** – EUREBA är Bayns egenutvecklade sortiment av sötade fibrer, som kan användas av livsmedelsföretag för att ersätta socker i skala 1:1, utan att det krävs några ändringar i tillverkningsprocessen. Inom sortimentet finns det flera variationer av sötade fibrer, som är anpassade efter olika användningsområden, såsom bakning, choklad och konfektyr, mejeriprodukter, samt soppor och såser. Produkterna inom sortimentet riktar sig mot små- och medelstora bolag som vill undvika att investera i egen produktutveckling, samt stora bolag som eftersträvar en kort tid till marknad. Bayn säljer EUREBA till kunder såsom Hemglass, Engelholms Glass, Paradis, samt SIA Glass.
- **NAVIA** – Inom NAVIA-produktområdet så säljer Bolaget rena råvaror, specifikt steviaglykosider, som är de söta ämnen som finns i växten Stevia. Dess råvaror erbjuds i form av pulver eller granulat (gryn- eller kornform), och säljs främst till större livsmedelsföretag som har egen produktutveckling.

Pändy och Tweek

Pändy Foods är ett FMCG-bolag (Fast Moving Consumer Goods) som säljer konsumentprodukter med ett reducerat socker- och kaloriinnehåll och med hög andel protein. Pändy säljer produkter inom följande produktkategorier: proteinbars, chips, energidrycker, samt godis och choklad. Bolagets produkter har historiskt främst sålts via Pändys egna hemsida, men har på senare tid börjat säljas i butik på b.l.a. Preem, Circle K, och ICA. Pändy har även under året expanderat försäljningen av bolagets produkter på e-handelsplattformar som Amazon.

Tweek är, likt Pändy, ett FMCG-bolag, men som istället är fokuserade på försäljningen av bolagets egenutvecklade sockerreducerade och fiberrika godis. Tweek har i dagsläget en portfölj av sockerreducerat godis, som både säljs på lösvikt och i påse. Bolaget har historiskt varit fokuserade på försäljning genom dagligvaruhandeln, men har på senare tid även börjat sälja genom sin egna hemsida, där bolaget under året upplevt kraftigt ökade försäljningsvolymerna i spåren av Coronapandemin.

Grundtanken med både Pändys och Tweeks produkter är att de ska erbjuda så kallad guilt-free indulgence, det vill säga att produkterna ska vara smakrika men också nyttiga, i termer av lågt sockernehåll, och att konsumenterna inte ska behöva ha dåligt samvete över att konsumera bolagens produkter på daglig basis. Med detta som bakgrund föddes Pändys slogan: "Monday to Sunday", och Tweeks slogan: "Sweets with Benefits". Både Pändys och Tweeks produkter har generellt mycket goda recensioner online, där Analyst Group bedömer att en stor del av framgången kan hänföras till hur bolagens produkter har både en liknande smak och konsistens som vanligt godis.

Pändy och Tweek estimeras tillsammans ha en marknadsandel om mellan 45-50 % av den svenska marknaden för sockerreducerat godis, och båda bolagen arbetar aktivt med att expandera till nya marknader.

Koppers Candy Sweden

Koppers är ett svenskt Food-Tech bolag som tillverkar fiberbaserat och sockerreducerat godis åt kunder, varav bland dessa återfinns Tweek som en kund till bolaget. Koppers förvärvades för att säkerställa hög innovationsgrad inom produktutveckling, samt för att få tillgång till en produktionsnära tillverkningsanläggning där Bayn kan producera EUREBA i större kvantiteter samt testa nya sötningsmedelslösningar i storskalig produktion. Köpet av Koppers bidrar även till kostnadsbesparingar inom inköp och produktion, och gör att Bayn får en effektivare och mer strömlinjeformad process från tillverkning till färdig vara i butik.

AmerPharma

AmerPharma är ett polskt Food-Tech bolag som har en ledande position i Europa inom sockerreducerade såser, sylt, och sirap, och har de senaste åren visat stark tillväxt, med en organisk tillväxt över 50 % de senaste tre åren. Bolaget har hög grad av produktinnovation, och har de senaste åren framgångsrikt arbetat med att ta fram sockerreducerade livsmedelsprodukter där sockret ersatts med naturliga sötningsmedel samt protein. Bolaget bedriver egen produktion, och är fokuserade på att producera, utveckla, och lansera produkter som säljs under både bolagets kunders varumärken, genom private label, samt även under bolagets egna varumärken. AmerPharma säljer i dagsläget sina produkter till ett hundratal kunder i Europa, USA, Asien, samt Mellanöstern.

BOLAGSBESKRIVNING

Affärsmodell

Bayns intäkter kommer från att sälja EUREBA och NAVIA, produkterna under Pändy och Tweek varumärkena, de produkter som säljs under AmerPharmas varumärken, samt från AmerPharmas och Koppers Candy Swedens kontraktstillverkning. Analyst Group bedömer att AmerPharmas kontraktstillverkning samt produkterna från Pändy och Tweek kommer stå för den övervägande delen av intäkterna framgent under åren 2020 och 2021, men att EUREBA på sikt har stor potential att bli Bayns viktigaste intäktsdrivare, på grund av produktens unikheter i produktionsprocessen samt att den kan ersätta socker i skala 1:1.

EUREBA och NAVIA säljs främst genom distributörer, och Bayn har i nuläget 8 distributörer som Bolaget arbetar med, däribland den mest kända är Barentz International, som är en av världens största distributörer inom livsmedelsindustrin, samt IMCD, som är en global ledare inom försäljning och distribution av matingsredienser och kemikalier. Produkterna inom NAVIA-segmentet är generellt lättare att sälja in till distributörer än produkterna inom EUREBA-segmentet, då det är rena råvaruprodukter. När Bayn ska sälja in EUREBA så brukar Bolaget istället gå först till kunden för att sälja in produkten, och sedan hitta en distributör som är villig att ta sig an distributionen. Detta är på grund av att distributörer generellt har svårare att hantera färdigformulerade produkter som EUREBA, i kontrast till rena råvaror.

Pändys och Tweeks produkter säljs delvis genom distributörer inom livsmedel, som Ica, Axfood, Coop m.fl., och även, i Pändys fall, genom e-handelspartners som exempelvis apotea.se, mmsport.se och svensktkosttillskott.se, samt, i båda fallen, även direkt via bolagens respektive egna hemsidor.

AmerPharma och Koppers intäkter genereras genom att bolagen utför kontraktstillverkning, det vill säga tillverkning på uppdrag av en kund, samt, i AmerPharmas fall, att bolaget kan skapa och skräddarsy produkter åt sina kunder, vilket görs genom AmerPharmas tjänst "Create your own brand". AmerPharma skapar och säljer även produkter under egna varumärken.

Kostnadsdrivare

Den största kostnadsdrivaren framgent för Bayn förväntas vara kostnader för sålda varor. Dessa kostnader uppstår i samband med att Bayn köper in råvaror för att producera de sockerersättande lösningarna samt för att producera de produkter som dotterbolagen tillverkar.

Utöver kostnaderna för sålda varor så är personalkostnader samt övriga externa kostnader de enskilt två största kostnadsposterna för Bayn. Personalkostnaderna utgörs huvudsakligen av kostnader för försäljnings- och utvecklingspersonal och de övriga externa kostnaderna består bland annat av kostnader relaterade till förvärv, kostnader för lokalhyra, för Bolagets diverse kontor, produktionsanläggningar samt utvecklingscentrumet i Gävle, kostnader för att vara noterade, samt revisor- och juristkostnader.

**KOSTNAD SÅLDA
VAROR ÄR DEN
STÖRSTA**

KOSTNADSDRIVAREN

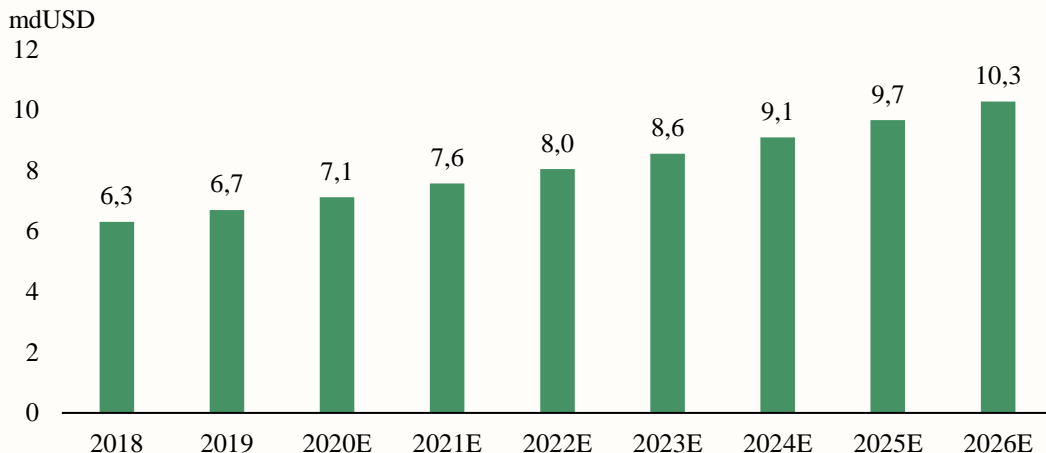
MARKNADSANALYS

Marknadsanalys av marknaden för sötningsmedel

Den globala marknaden för sötningsmedel är en marknad under tillväxt, och förväntas visa en CAGR om 6,3 % mellan åren 2018 och 2026. Inom råvarudelen, Bayn Brands, av Bayn Group är Bolaget i dagsläget aktiva på flera geografiskt skilda marknader, däribland Estland, Finland, Grekland, Italien, Bulgarien, och Turkiet, men huvudfokus ligger framgent på att etablera sig som den ledande spelaren inom naturliga sötningsmedel i Norden.

Marknad för sötningsmedel estimeras växa framgent

Estimerad tillväxt för marknaden för sötningsmedel



Källa: Fortune Business Insights

GLOBALA
MARKNADEN
FÖR SÖTNINGS-
MEDEL
UPPGÅR TILL
10,3 MDUSD

Flera drivkrafter och trender talar för fortsatt tillväxt för marknaden för sötningsmedel

- **Sockerskatter** – sockerskatter har införts, och förväntas fortsätta införas i vissa Europeiska länder framgent. Dessa skatter är tänkta att drar ner sockerintaget per capita, och om det blir mindre förmånligt att använda socker i sötning för produkter så kan detta öppna upp för sötningsmedel att ta marknadsandelar.
- **EU har uttalade mål för minskad andel tillsatt socker** – Under 2015 kom Europeiska Kommissionen ut med *Added Sugars Annex*, där den huvudsakliga målsättningen var att minska andelen tillsatt socker med 10 % mellan åren 2015 och 2020. Under 2017 kom UNESDA, lobbyorganisationen för den Europeiska läskindustrin, ut och sa att de antar sig målet. EU:s arbete mot minskat sockeranvändande utgör en strukturell trend, vilket på sikt bör kunna gynna marknaden för sötningsmedel.
- **Sötningsmedel påverkar generellt blodsockret mindre** – de flesta sötningsmedel som finns har både betydligt mindre kalorier samt avsevärt lägre påverkan på blodsockernivåer än socker, vilket gör produkter med sötningsmedel mer lämpade för diabetiker, vilka utgör en stor marknad.

Sötningsmedelsbranschen domineras i dagsläget av kemiskt framtagna sötningsmedel

Sötningsmedelsbranschens dominerande sötningsmedel är till stor del kemiskt framställda, där några exempel på vanligt förekommande sötningsmedel inkluderar Aspartam, Sukralos, samt Sackarin. Dessa sötningsmedel har gemensamt att de framställs i stora kemifabriker, vilket gör att deras produktionskostnader kan hållas låga. Dessa sötningsmedel är dock generellt flera hundra gånger starkare än socker, vilket gör att det blir svårt att dosera rätt mängd, vilket begränsar deras användningsområden. Bayns produkter inom EUREBA segmentet kan ersätta socker på en skala 1:1, vilket Bolaget i dagsläget är ensam i branschen om att kunna göra, detta gör att dessa produkter är lättare att använda i produktionsprocessen av många varor samt har fler användningsområden än många av de artificiella sötningsmedlen. Exempelvis kan Bayns EUREBA-produkter användas inom bakning, soppor, och såser och är även ett mer likt substitut till socker i produkter såsom glass, chocklad, och konfektyr, då smaken och sötmagraden i EUREBA-produkterna är mer lik socker än de kemiska sötningsmedlen.

SKIFTET BORT
FRÅN SOCKER
DRIVER
TILLVÄXT

MARKNADSANALYS

Marknadsanalys av marknaderna för functional foods och high protein food

Pändys produkter säljs idag på mer än 15 marknader runt om i världen, och planen är att försätta expandera till nya marknader framgent. Pändyprodukterna återfinns inom produktkategorierna functional- och protein-enhanced foods, vilka båda är två produktkategorier som har hög tillväxt. De underliggande marknaderna som Pändys produkter säljs på är marknaden för functional foods samt marknaden för high protein food, där USA är den enskilt största marknaden i båda fallen.

Tweeks produkter säljs främst i Sverige, men även i vissa andra delar av Norden, dock än så länge i begränsad utsträckning. Bolaget har dock planer på att expandera sin försäljning, där siktet är ställt mot ökad försäljning i resten av Norden, samt mot Tyskland och England. Tweek är i dagsläget helt fokuserade på sockerreducerat godis, i påse och i lösvikt, och sockerreducerat godis brukar räknas in som en del av functional foods marknaden. Analyst Group bedömer dock att just sockerreducerat godis kommer visa en starkare tillväxt än marknaden för functional foods som helhet framgent, då denna del av functional foods marknaden befinner sig i ett tidigt skede.

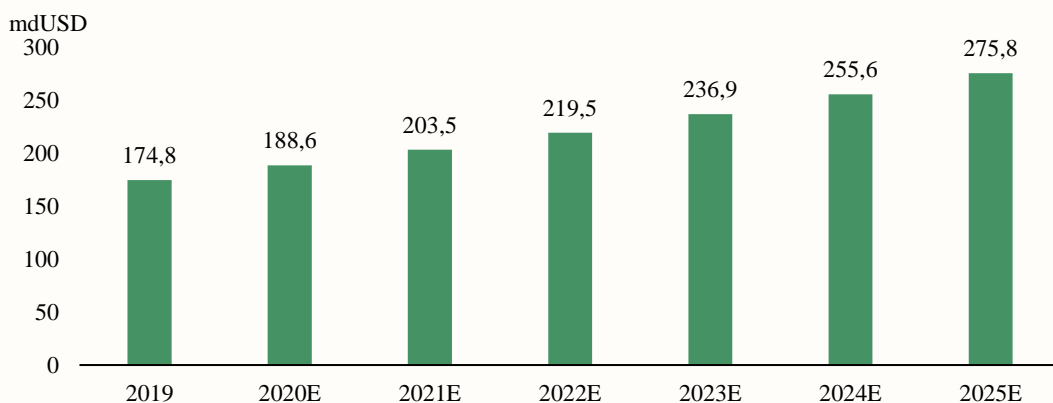
Koppers Candy Sweden tillverkar främst sockerreducerat godis för svenska kunder, medan AmerPharma har en diversifierad kundbas med kunder i Europa, Asien, USA och mellanöstern, och säljer produkter inom flera olika nischer av Food-Tech marknaden där Pändy och Tweek inte har exponering.

Tillväxten i Pändys, Tweeks, Koppers, samt AmerPharmas underliggande marknader drivs av trender som ett ökat hälsfokus och ökad hälsomedvetenhet bland konsumenter, trenden mot inget eller minskat sockernehåll inom många produktkategorier, en trend som är särskilt påtaglig inom de produktkategorier som Pändys, Tweeks och AmerPharmas produkter faller inom, samt av en ständig produktinnovation. Marknaden för functional foods förväntas växa med en CAGR om 7,9 % mellan åren 2019 och 2025.

Functional foods marknaden förväntas nå en storlek om ca 276 miljarder USD år 2025

Estimerad tillväxt för marknaden för functional foods

FUNCTIONAL FOODS MARKNADEN VÄXER MED EN CAGR OM 7,9 %



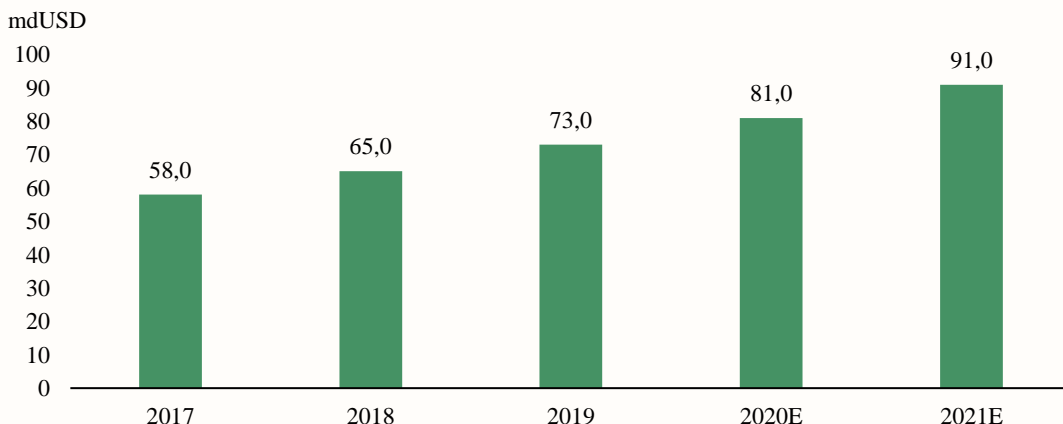
Källa: Statista

High protein food marknaden estimeras visa en CAGR om 10,6 % mellan åren 2017 och 2021.

Marknaden för high protein food estimeras nå en storlek om ca 91 miljarder USD år 2021

Estimerad tillväxt för marknaden för high protein food

HIGH PROTEIN FOOD MARKNADEN VÄXER MED EN CAGR OM 10,6 %



Källa: TechNavio

FINANSIELL PROGNOSS

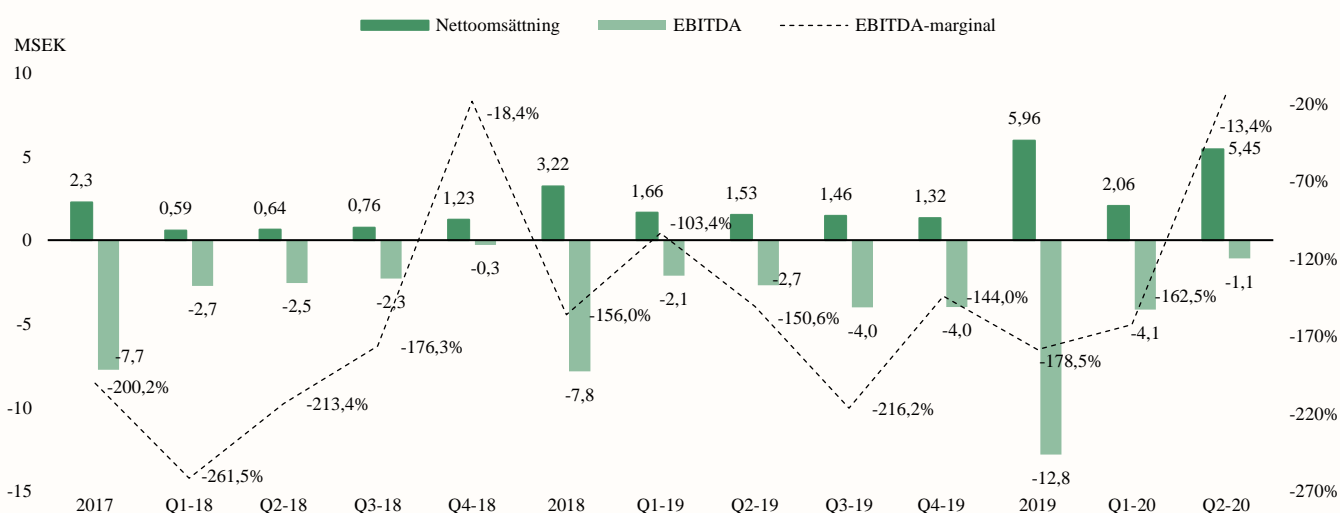
Bayn Groups dotterbolag har historiskt visat på god omsättningstillväxt

Bayn Brands har historiskt sett haft en varierande, men sett över tid, ökande omsättning, som har stigit från låga nivåer, och bolaget har presterat en CAGR om 30,2 % mellan åren 2016 och 2019. Både Pändy och Tweek har också historiskt visat en hög omsättningstillväxt, och de båda bolagen visade en CAGR om 77,4 % respektive 208,4 % under perioden 2016-2018. AmerPharma har under de senaste tre åren växt över 50 % organiskt, och Kopper Candy Sweden har även visat på tillväxt den senaste åren.

För räkenskapsåret 2019 så hade Bayn en omsättningsökning på ca 85 % från föregående år, och Bayn har hittills under år 2020 visat på mycket stark tillväxt, drivet av främst förvärv men även organisk tillväxt. Kvartalsmässigt har Bolaget, kvartal till kvartal, nu haft omsättningstillväxt i de senaste nio kvartalen.

Kraftigt accelererande omsättningstillväxt under Q2-20

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Källa: Bayn Group

Det är svårt att urskilja någon tydlig trend mellan Bayns kvartal, då de varierat kraftigt, och då Bolagets omsättning kommer från mycket låga nivåer. Det finns inget tydligt starkaste eller svagaste kvartal, men detta kommer vara av intresse att observera framgent, i takt med att Bolagets omsättningsnivåer stiger.

Omsättningsprognos för räkenskapsåren 2020 till 2023

Under år 2020 förväntas Bolaget fortsätta exekvera på sin tillväxtstrategi, och Bolaget estimeras göra ytterligare minst ett till förvärv under år 2020, samtidigt som Bolaget väntas fokusera på att skala upp försäljningen av både Pändy och Tweeks produkter, samt behålla en fortsatt hög tillväxttakt för AmerPharma. Bayn förväntas även fortsätta att satsa på sitt EUREBA sortiment, och utveckla användningsområdena för sortimentet. Ovanstående resulterar i en estimerad omsättningstillväxt om ca 1274 % för helåret 2020.

Under 2021 förväntas Bayn öka omsättningen med ca 50 % jämfört med föregående år, och Bolaget estimeras nå en omsättning om ca 123 MSEK Detta drivs av att Bayn bedöms göra ett antal kompletterande förvärv under året, av att EUREBA börjar bli ett alltmer känt varumärke, samt av att Bayn fortsätter fokusera på att stärka sin position inom sockerreducerat godis, och utnyttjar AmerPharmas starka position i Polen för att expandera i landet.

Under åren 2022 och 2023 estimeras Bayn fortsätta växa, drivet av fortsatta förvärv och av att Bolaget ökar sina sålda volymer av Pändy- och Tweekprodukter, vilket tillsammans med stark tillväxt för AmerPharma gör att omsättningen bedöms stiga kraftigt under åren 2022 och 2023. Med ökande sålda volymer lyckas Bayn uppnå skalfördelar, vilket beräknas stärka bruttomarginalen mellan år 2022 och år 2023. Omsättningstillväxten för åren 2022 respektive 2023 estimeras uppgå till ca 46 % och ca 38 %.

Det ska noteras att de ovanstående prognoserna förutsätter en relativt konservativ förvärvstakt, samt att de inte tar hänsyn till något stort genomslag för Bayns EUREBA sortiment. Om förvärvstakten som Bayn har levererat under år 2020 skulle fortsätta även de kommande åren, samt om EUREBA skulle få stort genomslag, skulle detta kunna leda till avsevärt högre omsättningstillväxt än vad som estimeras ovan.

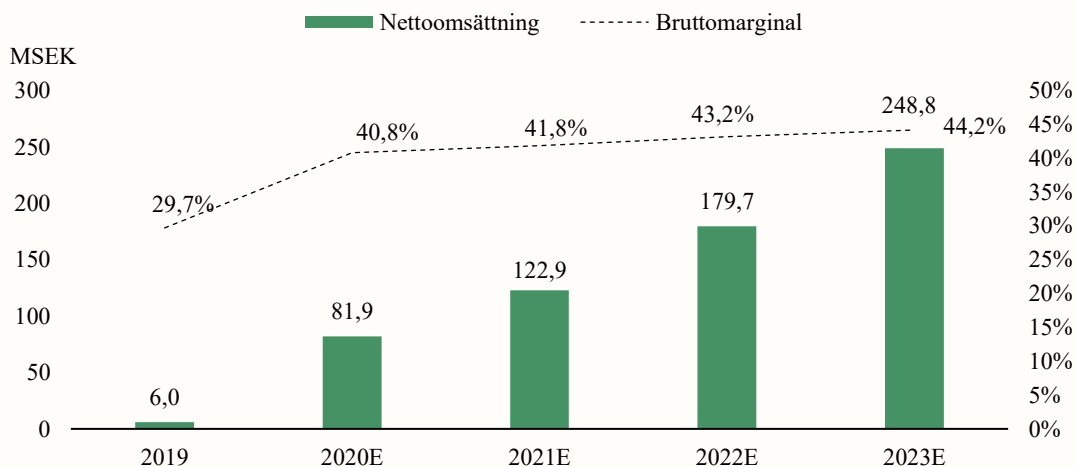
**ESTIMERAD
OMSÄTTNINGSTILLVÄXT OM CA
1274 % FÖR ÅR
2020**

FINANSIELL PROGNOSS

Den prognostiserade omsättningen mellan åren 2020 och 2023, samt den estimerade bruttomarginalen under samma period, är som följer nedan:

Stark omsättningstillväxt väntas framöver för Bayn, samt en stigande bruttomarginal i takt med att Bolaget fortsätter exekvera på sin M&A strategi och realiserar skalfördelar

Omsättningsprognos för helår



Källa: Analyst Group prognos

Kostnadsprognos för räkenskapsåren 2020 till 2023

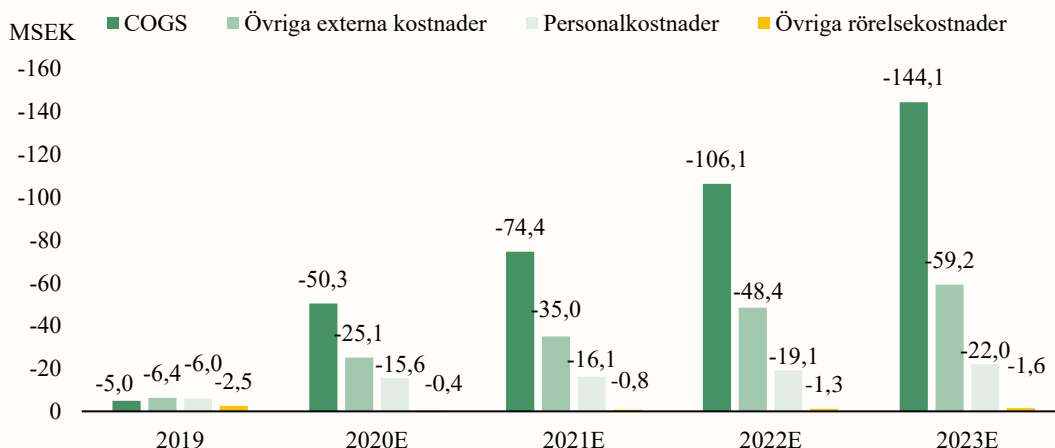
Kostnad sålda varor (COGS i grafen nedan) kommer öka i linje med att Bolaget ökar sålda volymer av EUREBA, NAVIA och Pändy- och Tweekprodukterna, där Pändys och Tweeks produkter tillsammans med EUREBA estimeras vara det som huvudsakligen driver de sålda volymerna och därmed kostnaden för sålda varor. Denna kostnadspost estimeras öka kraftigt mellan år 2020 och 2023, men ökar i en lägre takt än omsättningen då Bolaget realiserar skalfördelar över tid.

För att Bayn ska kunna öka sina sålda volymer och expandera till nya marknader så bedöms behovet av att anställa ytterligare personal uppstå. I samband med att Bayn förvärvar bolag kommer antalet anställda också öka, även om det går att realisera kostnadsbesparingar i takt med att organisationen växer. Personalkostnaderna estimeras gå från 15,6 MSEK år 2020 till 22,0 MSEK år 2023, då Analyst Group bedömer att Bayn kommer öka antalet heltidsanställda med ca 10 till 20 personer fram till 2023.

De övriga externa kostnaderna och de övriga rörelsekostnaderna estimeras stiga i linje med att Bayn växer som bolag, och beräknas stiga från 25,1 MSEK till 59,2 miljoner SEK respektive 0,4 MSEK till 1,6 MSEK mellan åren 2020 och 2023. De övriga externa kostnadernas kraftiga ökning under period estimeras följa utav kostnader associerade med förvärv, investeringar i R&D och tillverkning, kostnader associerade med marknadsföring av Bolagets produkter,

De huvudsakliga kostnadsdrivarna ökar framgent.

COGS, övriga externa-, personal-, och övriga rörelsekostnader



Källa: Analyst Group prognos

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

KOSTNADERNA
ÖKAR I LÄGRE
TAKT ÄN
OMSÄTTNINGEN

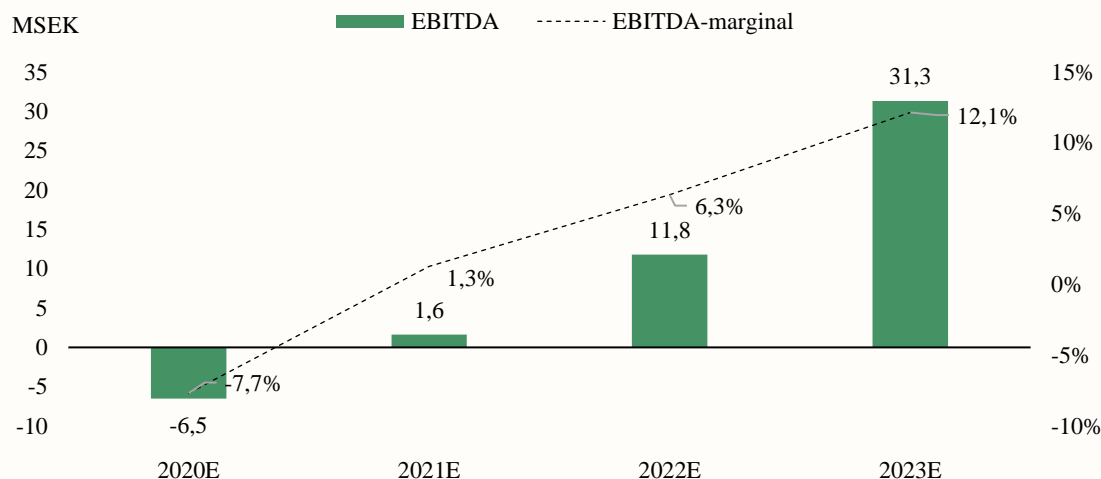
FINANSIELL PROGNOIS

Bayns förvärv bidrar starkt till en stigande EBITDA-marginal

Framgent förväntas marginalen stiga från år till år, då Bolaget estimeras öka omsättningen i en högre takt än kostnaderna. Detta drivs av skalfördelar från ökad volym i produktionen, samt bättre kostnadskontroll från Bolaget. Tillskotten av AmerPharma Koppers Candy Sweden, och Tweek bedömer Analyst Group även kommer hjälpa Bayn att ytterligare effektivisera organisationen, och vi anser att Bayn kan tänkas realisera synergier inom områden som tillverkning, R&D, samt administration. Samtliga av de tre senast förvärvade bolagen bedöms, av Analyst Group, dessutom vara lönsamma på rörelsenivå under år 2020, vilket kommer bidra positivt till EBITDA-marginalen framgent. Den sammanslagna koncernen med Bayn Brands, Koppers, AmerPharma, Pändy och Tweek förväntas i ett Base scenario visa sitt första positiva helårs EBITDA-resultat under år 2021, med en EBITDA-marginal om 1,3 %, för att sedan öka marginalen under år 2022, till en EBITDA-marginal om 6,3 %.

EBITDA-resultatet estimeras öka kraftigt mellan åren 2020 och 2023

EBITDA-resultat och EBITDA-marginal



Källa: Analyst Group prognos

Följande tabell är en summering av gjorda Base scenario prognoser på årsbasis för 2020 till 2023.

Analyst Group Base scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	81,9	122,9	179,7	248,8
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	4,6	6,4	8,9
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	84,9	128,0	186,6	258,2
COGS	-50,3	-74,4	-106,1	-144,1
Bruttoresultat	34,6	53,6	80,5	114,1
<i>Bruttomarginal</i>	40,8%	41,8%	43,2%	44,2%
SG&A	-41,2	-51,9	-68,7	-82,8
EBITDA	-6,5	1,6	11,8	31,3
<i>EBITDA-marginal</i>	-7,7%	1,3%	6,3%	12,1%
Avskrivningar	-8,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-15,0	-1,0	9,1	28,5
<i>EBIT-marginal</i>	-17,7%	-0,8%	4,9%	11,0%
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-15,1	-1,1	8,9	28,3
Skatt	0,0	0,0	-2,0	-6,2
Nettoresultat	-15,1	-1,1	7,0	22,1
<i>Nettomarginal</i>	-17,8%	-0,9%	3,7%	8,6%

VÄRDERING

Nyckeltal	2017	2018	2019	12R*	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	139,6%	42,7%	85,3%	677,5%	1273,6%	50,1%	46,2%	38,5%
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	29,7%	45,9%	40,8%	41,8%	43,2%	44,2%
EBITDA-marginal	-200,2%	-156,0%	-178,5%	-25,5%	-7,7%	1,3%	6,3%	12,1%
EBIT-marginal	-250,3%	-201,1%	-212,1%	-42,2%	-17,7%	-0,8%	4,9%	11,0%
Nettomarginal	-259,0%	-205,7%	-213,2%	-41,9%	-17,8%	-0,9%	3,7%	8,6%
P/S*	21,9	15,3	12,4	19,3	11,0	7,3	5,0	3,6
EV/S*	21,2	14,9	12,1	18,1	10,3	6,9	4,7	3,4
EV/EBITDA	-6,2	-6,1	-5,6	-71,2	-129,5	522,0	71,7	27,0
EV/EBIT	-5,0	-4,7	-4,7	-42,9	-56,2	-856,0	93,0	29,6
P/E-tal	-4,9	-4,8	-4,8	-46,1	-59,5	-812,1	129,0	40,7

*På rullande 12 månaders basis används Bayns faktiska rapporterade siffror för Q3-19 och Q4-19 adderat med de proformasiffror som Bolaget visade för det första halvåret av Bolagets räkenskapsår 2020.

För att ge perspektiv på Bayns värdering så jämförs Bolaget med tre andra Food-Tech bolag, Beyond Meat, Veg of Lund, Frill, samt Impossible Foods. Även om dessa bolag skiljer sig åt till viss mån så har dem även likheter, gällande exempelvis affärsmodell, adresserbar marknad, samt kundgrupp.

Beyond Meat, grundat år 2009, är ett amerikanskt bolag som är utvecklare och säljer växtbaserade köttalternativprodukter. Bolaget säljer sina produkter under varumärken som exempelvis Beyond Burger, Beyond Beef, och Beyond Sausage, och säljer både till restauranger, där Bolaget exempelvis har kunder såsom McDonald's, Tim Hortons och KFC, och till livsmedelsbutiker, där Bolagets produkter finns ibland annat samtliga Lidl-butiker i Tyskland, på Tesco i Storbritannien och i flera livsmedelsbutiker i Sverige. Bolaget har i dagsläget verksamhet i mer än 50 länder, däribland Australien, Kanada, USA, Tyskland, Mexiko, och Förenade Arabemiraten, och företaget befinner sig i en kraftig expansionsfas, med målsättning att fortsätta expandera till nya marknader.

Beyond Meat är noterat på Nasdaq i USA, och har ett marknadsvärde om ca 7,8 miljarder USD, och sen företaget noterades den 2 maj 2019 så har aktien stigit kraftigt. Uppgången har främst grundats i en mycket hög omsättningstillväxt och snabb global expansion. Beyond Meat har hittills inte förvärvat några bolag. Företaget har runt 400 anställda och har huvudkontor i Kalifornien.

Veg of Lund, grundat år 2016, är ett svenskt bolag som är aktivt inom marknaden för vegetabiliska produkter. Bolaget har i dagsläget en produkt på marknaden, den vegetabiliska drycken MyFoodie som finns i tre smakvariationer, och kommer lansera ett växtbaserat mjölkalternativ under år 2020. Veg of Lund har ett unikt patent av värmestabil emulsion av potatis och rapsolja, som är rik på Omega-3. Bolaget säljer sina produkter till främst livsmedelsbutiker som exempelvis ICA. Bolaget är i dagsläget främst verksamt på den svenska marknaden, men planerar att lansera sitt vegetabiliska mjölkalternativ under hösten år 2020 på den brittiska marknaden. Därefter planerar bolaget att expandera till USA, och lansera sitt växtbaserade mjölkalternativ där under år 2021. Veg of Lund var vid utgången av bolagets räkenskapsår 2019 en handfull heltidsanställda, och är noterade på First North Growth Market med ett börsvärde om ca 89 MSEK.

Frill, grundat år 2014, är ett svenskt bolag som är aktivt inom glassindustrin. Bolaget utvecklar en nyttigare glassvariant som endast innehåller hälften så mycket socker som vanlig glass, innehåller lite fett, och är mycket fiberrik. Bolaget har en unik plattform för nedfrysning, och planerna framgent för Frill är att fortsätta utveckla nya produkter genom sin plattform. Frills produkter säljs under varumärket Frill, och bolaget är aktivt på flera marknader utanför Sverige, bland annat på den amerikanska och brittiska marknaden. Frill är noterat på First North Stockholm sedan slutet på mars 2019, och har 12 anställda vid utgången av bolagets räkenskapsår 2019, med ett börsvärde om ca 42 MSEK.

Impossible Foods, grundat år 2011 i Kalifornien, är ett amerikanskt bolag som, likt Beyond Meat, är aktivt inom tillverkningen och försäljningen av växtbaserade köttalternativ. Impossible Foods säljer främst en växtbaserad hamburgare, den så kallade Impossible Burger, men har flera produkter under utveckling. Bolagets hamburgare säljs på över 15 000 restauranger världen över, där USA är största marknaden för bolaget. Bolaget är fortfarande privat, och stängde sin senaste finansieringsrunda i augusti, där Bolaget värderades till ca 4,0 miljarder USD. Bolaget har omkring 3-500 anställda.



BEYOND MEAT

P/S	EV/S	Brutto-marginal
21,0	20,6	34,3 %



P/S	EV/S	Brutto-marginal
61,8	54,3	41,8 %

frill

P/S	EV/S	Brutto-marginal
5,3	3,0	14,3 %

IMPOSSIBLE

P/S	EV/S	Brutto-marginal
32,0	n.a.	n.a.

VÄRDERING

Jämförelse av Bayn och peers

12R	Bayn*	Beyond Meat	Veg of Lund	Frill	Impossible Foods
Omsättningstillväxt	677,5 %	34,6 %	-31,3 %	-39,1 %	n.a.
Bruttomarginal	45,9 %	34,3 %	41,8 %	14,3 %	n.a.
EBITDA-marginal	-25,5 %	1,6 %	-658,3 %	-739,3 %	n.a.
EBIT-marginal	-42,2 %	0,9 %	-674,2 %	-739,3 %	n.a.
Nettomarginal	-41,9 %	1,2 %	-693,8 %	-774,5 %	n.a.
P/S	19,3	21,0	61,8	5,3	32,0
EV/S	18,1	20,6	54,3	3,0	n.a.
EV/EBITDA	-71,2	1311,1	-4,1	-2,3	n.a.
EV/EBIT	-42,9	-2220,4	-4,0	-2,3	n.a.
P/E	-46,1	-1645,3	-4,4	-2,1	n.a.

*På rullande 12 månaders basis används Bayns faktiska rapporterade siffror för Q3-19 och Q4-19 adderat med de proformasiffror som Bolaget visade för det första halvåret av Bolagets räkenskapsår 2020.

Food-Tech industrin är en snabbväxande och innovationsdriven industri där innovativa lösningar och produkter skapas som utmanar det traditionella sättet vi ser på livsmedel. Värderingarna inom Food-Tech är generellt höga, och företag inom industrin värderas främst på price/sales och inte price/earnings, då omsättningstillväxt ofta är huvudfokus för Food Tech bolag, då marknaden ännu befinner sig i ett tidigt skede. Bayn handlas i nuläget till en värdering om ca 19,3x P/S på rullande 12 månader.

Med en P/S-värdering om 19,3x är Bayn högre värderat än Frill. Frills värdering har sjunkit kraftigt senaste tiden, då bolaget har presterat svaga siffror, med svag bruttomarginal och negativ tillväxt. Givet att Bayn visar helt andra tillväxttal och avsevärt bättre marginaler än Frill så anser Analyst Group att detta värderingsgap är rättfärdigt.

Veg of Lund är likt Bayn ett Food Tech bolag, och är som Bayn även noterat på First North, där bolaget noterades den 10 februari 2020. Veg of Lund värderas främst på framtida potentiell försäljning av bolagets vegetabiliska mjölkalternativ, då nuvarande omsättning är nästintill obefintlig, samt på värdet av bolagets unika patent som ligger till grunden för deras produkter. Veg of Lund handlas till ett P/S-tal om ca 61,8x jämfört med Bayns P/S om 19,3x, samtidigt som Veg of Lund har en mycket högre osäkerhet kring framtida intjäning och ett högre burn rate. Detta, tillsammans med vad Analyst Group anser vara en svagare ledning i Veg of Lund, gör att Bayn förtjänar en uppvärdering gentemot Veg of Lund.

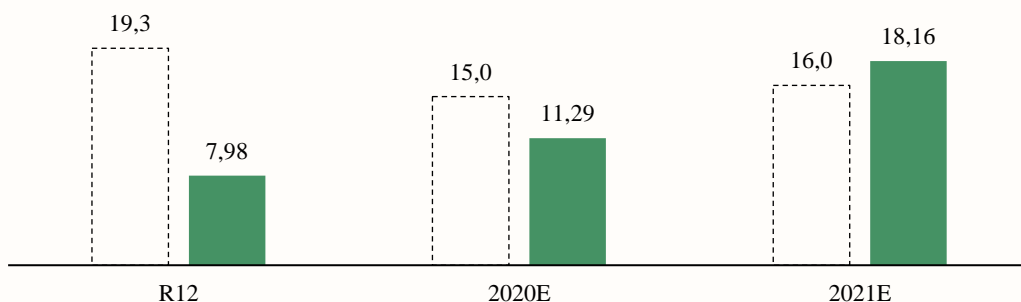
Beyond Meat har högre tillväxt än Bayn, har ett betydligt mer globalt känt varumärke, samt är betydligt större och har högre marginaler än Bayn, och ska därför värderas högre. På sikt, i takt med att Bayn växer som bolag och når lönsamhet, bör värderingen stiga, och Bayn estimeras närma sig den värdering som Beyond Meat handlas till över tid.

Optionen på att Bayn får patent på sin produktionsprocess, tillsammans med fortsatt mycket goda tillväxtutsikter och förvärvsmöjligheter, samt en ledande position på marknaden för sockerreducerat godis, rättfärdigar en P/S-multipel om 15,0x för år 2020, vilket motiverar en aktiekurs om 11,29 kr, och en P/S-multipel om 16,0x för år 2021, motsvarande en aktiekurs om 11,48 kr.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering de kommande två åren i ett Base scenario

Värdering givet tillämpad P/S-multipel

□ P/S-multipel ■ Värde per aktie



Källa: Analyst Group prognos

**11,29 KR PER
AKTIE I ETT
BASE SCENARIO**

BULL & BEAR

Bull scenario

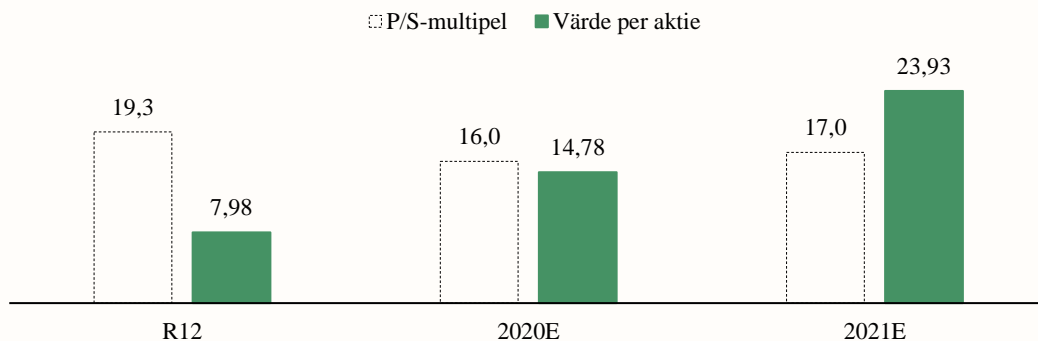
I ett Bull scenario för 2020 estimeras Bayn visa en omsättningstillväxt om ca 1 596 %, vilket i kombination med god kostnadskontroll gör att Bolaget höjer EBIT-marginalen från -212,1 % till -9,4 % mellan 2019 och 2020, och närmar sig ett positivt EBITDA-resultat för helåret 2020. Den starka omsättnings- och marginalförbättringen drivs till stor del av förvärven av Tweek och AmerPharma, som båda estimeras visa på kraftig tillväxt samt positiva EBIT-resultat under helåret 2020.

År 2021 bedöms bli ytterligare ett starkt år för Bayn i ett Bull scenario, och omsättningen estimeras stiga kraftigt, och väntas växa från ca 101, MSEK till ca 154 MSEK. Omsättningsökningen drivs främst av att Bayn bedöms göra ytterligare förvärv, av stark tillväxt för Amerpharma, av expansion utomlands av Tweeks produkter, samt av att Bolaget lyckas ta ytterligare marknadsandelar inom marknaden för sockerreducerat godis. EUREBA produktsortimentet bedöms även börja få genomslag under året. Med bakgrund av den kraftiga omsättningsökningen och en kostnadsbas som växer i en lägre takt än omsättningen, så estimeras Bayn visa sitt första positiva nettoresultat sedan Bolaget noterades år 2014 under Bolagets räkenskapsår 2021.

I ett Bull scenario appliceras en P/S-multipel för 2020 om 16,0x på Bayns aktie, vilket ger ett värde per aktie om 14,78 kr. För 2021 appliceras en P/S-multipel om 17,0x vilket resulterar i ett värde per aktie om 23,93 kr.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering de kommande två åren i ett Bull scenario

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



Källa: Analyst Group prognos

Bear scenario

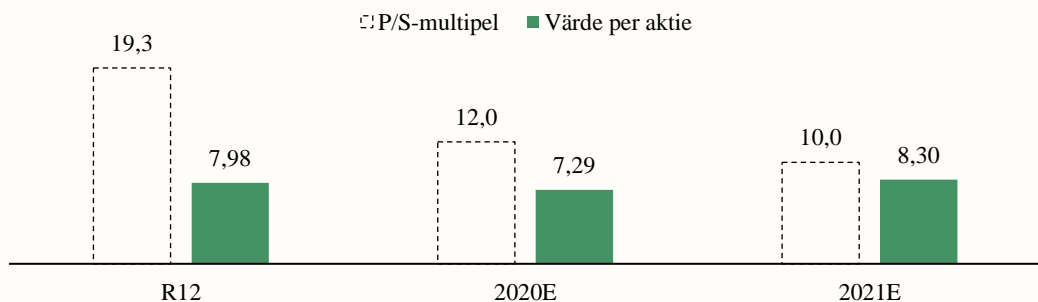
I ett Bear scenario för år 2020 så estimeras Bayn inte genomföra några fler förvärv under året, men stigande försäljning av EUREBA, för Pändy och Tweeks produkter, samt för AmerPharma, gör att omsättningen estimeras växa med ca 999 % jämfört med samma period föregående år. Bayns kostnadskontroll förblir dock svag, och även om omsättningen estimeras växa i en högre takt än kostnaderna så ökar Bolagets förlust år 2020 från föregående år, då kostnadsbasen påverkas starkt negativt av avskrivningar relaterade till förvärv.

Under år 2021 fortsätter Bayn växa omsättningen, men Bolagets produkter säljs inte i nog höga volymer för att göra Bolaget vinstdrivande. Förlusten på sista raden bedöms dock bli mindre än under år 2020, och estimeras landa på ca -8,8 MSEK, att jämföra med den estimerade förlusten om -23,3 MSEK i ett Bear scenario för år 2020.

P/S-multiplar om 12,0x och 10,0x sätts på Bayn för år 2020 respektive år 2021 i ett Bear scenario, vilka indikerar en aktiekurs om ca 7,29 kr för år 2020, och en aktiekurs om 8,30 för år 2021.

Följande är en illustration av potentiell nedvärdering de kommande två åren i ett Bear scenario

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



Källa: Analyst Group prognos

**14,78 KR PER
AKTIE I ETT
BULL SCENARIO**

**7,29 KR PER
AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO**

Q2-20 INTERVJU MED VICE-VD



Ni visade på stark tillväxt under kvartal två för ert räkenskapsår 2020, både gällande de rapporterade siffrorna och särskilt på proformabasis. Vad var drivkrafterna bakom denna tillväxt?

De främsta drivkrafterna bakom vår tillväxt återspeglas i att vi ser en ständigt ökande efterfrågan och acceptans för Bayns produkter. Vår unika EUREBA-lösning utmärker sig alltmer som ett naturligt sätt för tillverkare att lösa sina problem med att ersätta socker i industriell produktion. Tillsammans med den höga takten av förvärv öppnas naturligt flera strukturella vertikaler som driver tillväxt genom korsförsäljning och nya affärsområden.

Berätta om tanken bakom förvärvet av AmerPharma? Vad medför det till Bayn som koncern?

Mariusz är en fantastisk entreprenör och besitter alla de egenskaper som krävs för att bygga framgångsrika bolag med framtidens Food-Tech produkter. Förvärvet i sig medför många intressanta affärsmöjligheter och synergieffekter genom kostnadsbesparingar för produktion och råvaruinköp samt ökad teknologihöjd. Vi har redan initierat flera initiativ och väntas kunna se effekten av de processer som är igång under slutet av 2020.

Ni talar i samband med förvärvet av AmerPharma om att vara med och finansiera ytterligare en fabrik. Berätta mer om bakgrunden till detta samt vad det skulle innebära för Baynkoncernen.

Amerpharma har en hög tillväxt och stor efterfrågan på sina produkter. För att kunna fortsätta tillgodose kundernas behov och växa ännu snabbare så blir investeringen och tillhörande utökad tillverkningskapacitet en fundamental pusselbit för några av de starkaste produktkategorierna i portföljen.

Hur ser er försäljningsstrategi ut framgent? Hur jobbar ni för att öka antalet försäljningskanaler?

Vi arbetar fokuserat med att etablerade de kommersiella lösningarna på EUREBA som lanserats under året. Tillverkare inom många av de olika segmenten för socker-baserade sammansatta livsmedel är relativt generiska i produktionsprocessen och potentialen skalar väl mot storleken på den lokala livsmedelsmarknadens och dess population.

LEDNING & STYRELSE



Patrik Edström, VD för Bayn Group

Patrik är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Göteborg, och har en lång erfarenhet från livsmedels- och partihandelbranschen. Hans senaste roll innan han kom till Bayn var som VD för R2 Group Sweden, och han har dessförinnan varit Norden-VD för numera EQT-ägda Azelis samt Vice President inom marknadsföring för Omya International AG i Schweiz. Patrik blev utsedd till VD för Bayn i april 2018, och innehade innan posten som COO sedan oktober 2017.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 451 394 st (0,40 %).



Simon Petrén, Vice-VD och IR-ansvarig för Bayn Group, VD för Pandy Foods

Simon var en av Pandy Foods grundare, och han agerade VD i bolaget fram tills Pandy blev en del av Bayn, då han fick sin nuvarande roll som Vice-VD på Bayn. Han har en lång erfarenhet av att investera i start-ups, och sitter i styrelsen för flera av de bolag som han investerat i, däribland Buddy Pet Foods, Closers, och Drycks.se. Simon har en akademisk bakgrund som ingenjör och ekonom från KTH och Stockholms universitet.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 5 975 000 st (5,30 %).



Johan Lennartsson, CFO för Bayn Group

Johan har en bakgrund som auktoriserad revisor och har en lång erfarenhet inom redovisning, bland annat från PWC, där han arbetat för ett flertal av företagets stora och noterade klienter. Han kommer inta rollen som CFO med start september 2020.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st (0,00 %).

LEDNING & STYRELSE



Peter Werme, Styrelseordförande

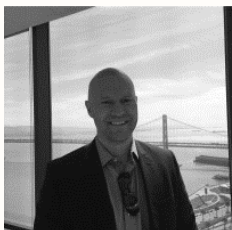
Peter har en MBA från Uppsala universitet, och är erfaren inom investeringar och finansiell förvaltning. Han medgrundare ABB Fonder under slutet på 80-talet, och har även jobbat som fond- och hedgefondförvaltare för SEB Investment Management och Handelsbanken Asset Management. Han är styrelseordförande i Bayn sedan 2011, och är utöver det Founding Partner i Första Entreprenörsfonden, samt styrelseordförande i två andra bolag. **Aktieinnehav (andel av Bolaget): privat 5 930 st (0,00 %) samt 4 354 949 st (3,86 %) genom Första Entreprenörsfonden.**



Lucy Dahlgren, Styrelseledamot

Lucy har en kandidatexamen i marknadsföring från Aarhus University, samt en MBA i management från Henley Business School i Storbritannien. Hon har en bakgrund som projektledare på Hifab, där hon bland annat jobbade med att etablera steviaraffenaderier i Kina. År 2009 så startade hon Bayn, där hon sedan satt som VD fram till början av 2018. I samband med att hon klev av VD-rollen tog hon en plats i styrelsen, i mars 2018.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 499 615 st (1,33 %).



Mikael Pettersson, Styrelseledamot

Mikael har en bakgrund som serieentreprenör och investerare, där han bland annat startade, drev, och sedan sålde annonsteknikbolaget adX, och han var även den första externa investeraren i Pändy Foods. Han arbetar i nuläget med investeringar i tillväxtbolag, där han har investerat i b.la. Prey Studios, Wicket games, och FunRock, och agerar även rådgivare eller styrelseledamot i flera av de bolagen han investerat i.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 4 300 623 st (3,81 %).



Björn Widegren, Styrelseledamot

Björn har mer än 35 års erfarenhet från ledande roller inom verkstad-, tjänste-, och livsmedelsindustri. Han har bland annat jobbat som ekonomidirektör för Sodexo, som Vice President inom Atriakoncernen, samt som ekonomichef för en fabrik. Sedan början på 2019 har han varit verksam i Pändys styrelse, och är sedan sammanslagningen, verksam i Bayns styrelse som styrelseledamot. Han är utbildad civilekonom från Göteborgs Universitet.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 57 705 st (0,07 %).



Thomas Petré, Styrelseledamot

Thomas har en lång erfarenhet från VD-roller, där han bland annat var VD och delägare i StenbeckSharp Center och VD för Sharp Direct Sales, och växte båda bolagen genom organisk tillväxt och förvärv. År 2015 startade han ett investmentbolag, Seved Invest, och han har sedan dess varit aktiv som investerare i ett flertal start-ups, där han även engagerat sig i bolagens i styrelse eller agerat rådgivare. I dagsläget sitter han som styrelseordförande för sex bolag, samt som styrelseledamot i ett. Han är utbildad marknadsekonom från IHM.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 12 400 000 st (11,00 %).



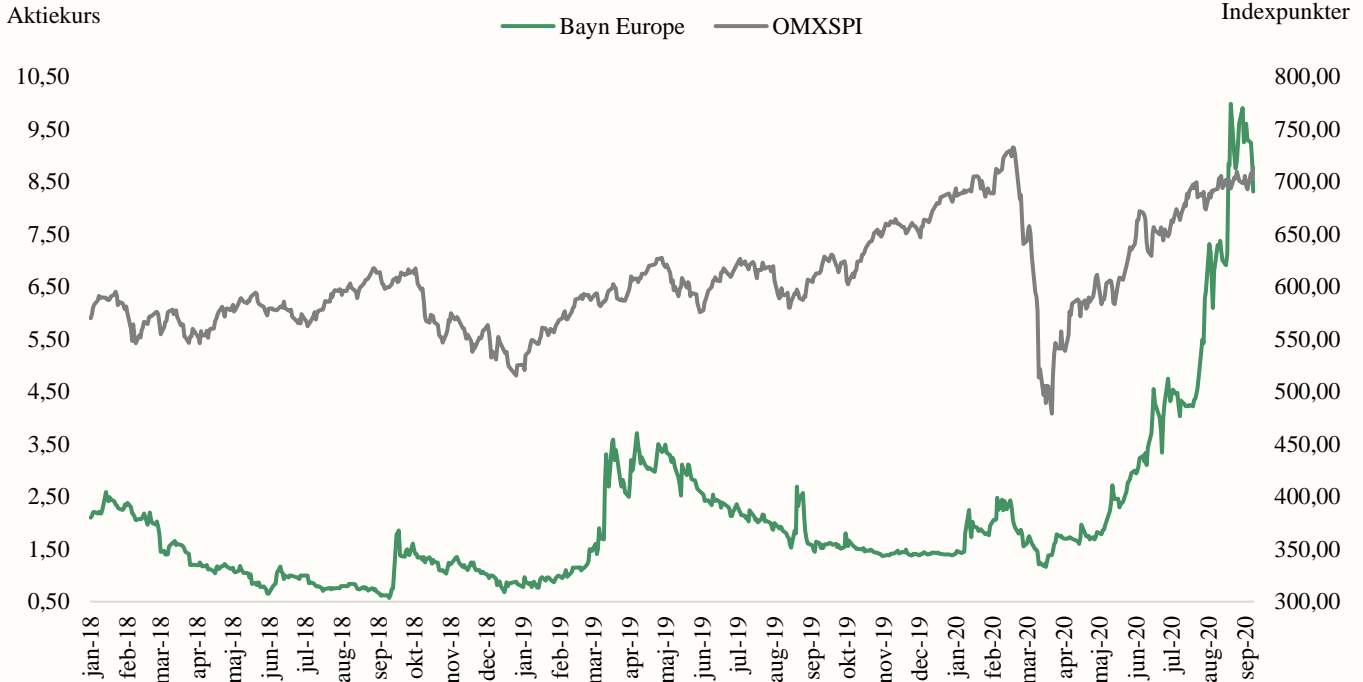
Gunnar Ek, Styrelseledamot

Gunnar har en lång bakgrund inom Aktiespararna, där han ansvarade för deras bolagsbevakning under 22 års tid. Utöver detta har han även erfarenhet som bankdirektör på Nordea, samt som styrelseledamot inom ett flertal organisationer, däribland Göteborgs lokalförvaltning, en av Sveriges största fastighetsförvaltare. Han är utbildad inom industriell organisation vid Chalmers Tekniska Högskola.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 24 593 st (0,03 %).

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Historiska siffror	2017	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	2018	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	2019	Q1-20	Q2-20
Nettoomsättning	2,3	0,6	0,6	0,8	1,2	3,2	1,7	1,5	1,5	1,3	6,0	2,1	5,4
Aktiverat arbete för egen räkning	1,2	0,3	0,4	0,3	0,3	1,3	0,4	0,3	0,3	0,2	1,1	0,3	1,2
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	1,4
Totala intäkter	3,9	1,0	1,2	1,3	1,5	5,0	2,0	1,8	1,9	1,5	7,2	2,6	8,0
KSV	-2,0	-0,8	-0,7	-1,0	1,2	-1,3	-1,6	-1,5	-0,9	-1,1	-5,0	-1,7	-3,5
Bruttoresultat	1,9	0,2	0,4	0,3	2,7	3,7	0,5	0,3	1,0	0,4	2,1	0,8	4,5
Bruttomarginal	48,6%	22,1%	37,4%	21,0%	183,6%	73,4%	22,4%	15,7%	53,7%	26,6%	29,7%	31,7%	56,6%
SG&A	-9,6	-3,0	-3,0	-2,5	-3,0	-11,5	-2,6	-3,0	-5,0	-4,4	-14,9	-5,0	-5,6
EBITDA	-7,7	-2,7	-2,5	-2,3	-0,3	-7,8	-2,1	-2,7	-4,0	-4,0	-12,8	-4,1	-1,1
EBITDA-marginal	-200,2%	-261,5%	-213,4%	-176,3%	-18,4%	-156,0%	-103,4%	-150,6%	-216,2%	144,0%	-178,5%	-162,5%	-13,4%
Avskrivningar	-1,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-2,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-2,4	-0,6	-5,8
EBIT	-9,7	-3,2	-3,0	-2,8	-1,0	-10,1	-2,7	-3,3	-4,5	-4,8	-15,2	-4,7	-6,8
EBIT-marginal	-250,3%	-309,4%	-255,3%	-215,0%	-69,5%	-201,1%	-131,0%	-182,3%	-243,4%	-320,8%	-212,1%	-185,0%	-85,2%
Finansnetto	-0,3	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-10,0	-3,2	-3,2	-2,7	-1,1	-10,3	-2,7	-3,3	-4,5	-4,8	-15,3	-4,8	-7,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	675,0
Nettoresultat	-10,0	-3,2	-3,2	-2,7	-1,1	-10,3	-2,7	-3,3	-4,5	-4,8	-15,3	-4,8	-6,3
Nettomarginal	-259,0%	-311,2%	-268,4%	-210,8%	-77,0%	-205,7%	-131,7%	-182,9%	-244,1%	-323,5%	-213,2%	-186,6%	-78,9%

APPENDIX

Analyst Group Bull scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	101,1	153,6	273,1	348,8
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	4,6	6,4	8,9
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	104,1	158,7	280,0	358,2
COGS	-60,5	-91,9	-157,7	-197,4
Bruttoresultat	43,6	66,8	122,3	160,8
<i>Bruttomarginal</i>	<i>41,9%</i>	<i>42,1%</i>	<i>43,7%</i>	<i>44,9%</i>
SG&A	-44,8	-60,5	-105,7	-114,2
EBITDA	-1,2	6,3	16,6	46,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,9%</i>	<i>13,0%</i>
Avskrivningar	-8,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-9,7	3,7	13,9	43,8
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-9,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>12,2%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-9,8	3,6	13,8	43,7
Skatt	0,0	-0,8	-3,0	-9,6
Nettoresultat	-9,8	2,8	10,8	34,1
<i>Nettomarginal</i>	<i>-9,4%</i>	<i>1,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,5%</i>
Analyst Group Bear scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	65,5	88,4	134,4	180,1
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	4,6	6,4	8,9
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	68,5	93,5	141,3	189,5
COGS	-43,6	-58,6	-87,9	-117,8
Bruttoresultat	25,0	35,0	53,4	71,7
<i>Bruttomarginal</i>	<i>36,4%</i>	<i>37,4%</i>	<i>37,8%</i>	<i>37,9%</i>
SG&A	-39,3	-41,0	-51,8	-65,8
EBITDA	-14,4	-6,1	1,6	5,9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-21,0%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,1%</i>
Avskrivningar	-8,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-22,9	-8,7	-1,1	3,1
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-33,4%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>1,7%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-23,0	-8,8	-1,2	3,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,7
Nettoresultat	-23,0	-8,8	-1,2	2,3
<i>Nettomarginal</i>	<i>-33,6%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>1,2%</i>

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 fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/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

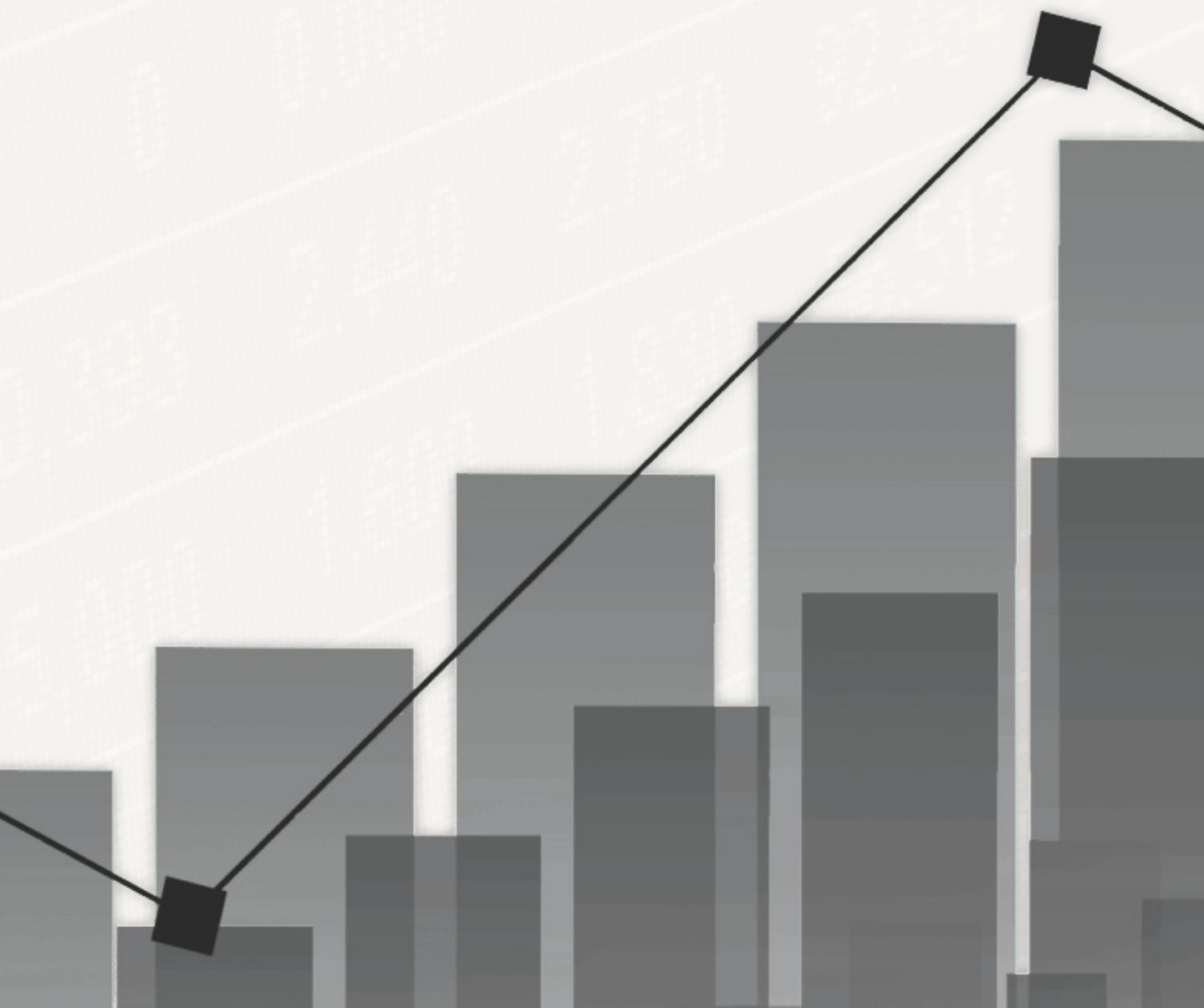
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Bayn Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat 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 Joakim Walldoff äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). 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