

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



BAYN GROUP

Bayn fortsätter växa kraftigt

2020-12-01

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. Inom råvarudelen, Bayn Solutions, säljer Bayn produkterna: EUREBA, egenutvecklade sockerersättande sötade fibrer, samt NAVIA, sötningsmedelsråvaror. Inom produktdelen säljer Bolaget bland annat produkter under varumärkena Pändy, Tweek, EC-GO, Green Star, deBron, med mera, och säljer produkter såsom sockerreducerat godis, proteinbars, proteinchips, och sockerfria veganska energidrycker. Baynkoncernen utgörs i sin helhet av Bayn Solutions, Pändy, Tweek, Koppers Candy, Klement Spolka Z Ograniczona Odpowiedzialnosc ("AmerPharma"), Green Sales Distribution ("GSD"), samt Golden Athlete.

Bayn är noterat på Nasdaq First North Growth Market sedan den 12:e November 2014.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell Prognos	11-13
Värdering	14-16
Bull & Bear	17
Vice-VD intervju	18
Ledning & Styrelse	19-20
Appendix	21-22
Disclaimer	23

VÄRDEDRIVARE

9 av 10

Den sammanslagna koncernen med Bayn Solutions, Pändy, Tweek, Koppers Candy Sweden, AmerPharma, GSD, samt Golden Athlete 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 egna produktion och distributionskanaler. 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 har redan påvisats under de första nio månaderna av 2020, då Bayn visat proforma EBITDA-lönsamhet, med ett proforma EBITDA-resultat om ca 4,0 MSEK under perioden.

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 3,0 % av kapitalet, samt affärsmannen och investeraren Håkan Roos med ett ägande om 8,97 % 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)

BAYN FORTSÄTTER VÄXA KRAFTIGT



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 nettoomsättningstillväxt om 6 075 %, på proformabasis, under Q3-20, och Bolaget visar även ett positivt proforma EBITDA-resultat om 4,0 MSEK under de första nio månaderna av 2020. Givet att Analyst Group bedömer förutsättningarna både för fortsatta förvärv samt för organisk tillväxt framgent som goda, sätts en P/S målmultipel om 4,0x för år 2020, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering. Denna målmultipel motiverar ett pris per aktie om 13,14 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, Tweek, GSD, samt Golden Athlete 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. Detta bedöms leda till en kraftigt stigande omsättning, där en omsättning om 466,5 MSEK estimeras för helåret 2021, med ett estimerat EBITDA-resultat om 21,8 MSEK.

▪ 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 sockerreduceringstrenden, då Bolaget genom sina dotterbolag har en ledande ställning inom bl.a sockerreducerat godis, sockerersättande råvaror, och kalorfria såser, dressingar och sirap.

▪ Strategiska och kapitalstarka storägare minskar finansieringsrisken

I den riktade nyemissionen som Bayn genomförde under augusti 2020 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 | 7,68 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR
7,26 kr

BASE
13,14 kr

BULL
15,57 kr

BAYN GROUP (BAYN)

Senast betalt (2020-11-30)	7,68
Antal Aktier	112 733 439
Market Cap (MSEK)	865,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-83,5
Enterprise Value (MSEK)	782,2
V.52 prisintervall (SEK)	1,05 – 10,10
Lista	Nasdaq First North

UTVECKLING

1 månad	7,87 %
3 månader	-20,00 %
1 år	444,68 %
YTD	454,51 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BAYN GROUP)

Seved Invest AB (Thomas Petré)	11,00 %
Roosgruppen AB (Håkan Roos)	8,97 %
Semroen AB (Simon Petré)	5,30 %
Deck Af Lilja AB (Tommy Jönsson)	5,03 %
Första Entreprenörsfonden (via fonder)	3,90 %
Dita Invest Holding AB (Mikael Pettersson)	3,81 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Patrik Edström
Styrelseordförande	Peter Werme

FINANSIELL KALENDER

Bokslutskommuniké 2020	2020-03-05
------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E*	2021E*
Omsättning	3,2	6,0	358,9	466,5
<i>Omsättningstillväxt</i>	42,7%	85,3%	5920,5%	30,0%
Bruttoresultat	3,7	2,1	105,9	147,6
<i>Bruttomarginal</i>	73,4%	29,7%	28,6%	30,5%
EBITDA	-7,8	-12,8	5,0	21,8
<i>EBITDA-marginal</i>	-156,0%	-178,5%	1,3%	4,5%
Nettoresultat	-10,3	-15,3	-13,4	-4,7
<i>Nettomarginal</i>	-205,7%	-213,2%	-3,6%	-1,0%
P/S	15,3	12,4	2,4	1,9
EV/S	14,9	12,1	2,2	1,7
EV/EBITDA	-6,1	-5,6	157,5	36,0

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

KOMMENTAR Q3-20

BAYN levererar en stark rapport, med en kraftigt stigande omsättning

Under Q3-20 så uppgick de totala intäkterna till 9,3 MSEK (1,9), vilket motsvarar en omsättningstillväxt om ca 401 % Y-on-Y. Nettoomsättningen under perioden uppgick till 7,6 MSEK (1,5), motsvarande en tillväxt om ca 425 %. EBITDA-resultatet blev under perioden -4,0 MSEK, jämfört med -4,0 MSEK för jämförbar period föregående år, och det justerade EBITDA-resultatet, EBITDA-resultatet justerat för avskrivningar av materiella- och immateriella tillgångar samt engångskostnader, blev -3,8 MSEK (-4,0).

EBIT-resultatet minskade från -4,5 MSEK till -10,7 MSEK, på grund av avskrivningar om ca -7,3 MSEK, där majoriteten av avskrivningarna är hänförliga till att Bayn redovisar enligt K3-regelverket, vilket innebär att Goodwill måste skrivas av löpande. Nettoresultatet uppgick till -10,6 MSEK, jämfört med -4,5 MSEK för motsvarande period föregående år.

Mycket starka proformasiffror

Proformasiffrorna, det konsoliderade resultatet för Bayn, Pändy, Tweek, Koppers Candy, AmerPharma, Green Sales Distribution, samt Golden Athlete, om dessa bolag hade varit en del av Bayn sedan 2020-01-01, var mycket starka under Q3-20. De totala intäkterna på Proformabasis uppgick till 93,5 MSEK (1,9), varav nettoomsättningen 90,1 MSEK (1,5), motsvarande tillväxttal om 4 951 % respektive 6 075 %. Proforma EBITDA-resultatet blev 0,0 MSEK (-4,0 MSEK), vilket innebär att Bayn återigen, likt under Q2-20, visar ett positivt EBITDA-resultat, om ändock på proformabasis. Proforma-rörelseresultatet (EBIT) uppgick till -7,5 MSEK (-4,5), och proformanettoresultat blev -7,7 MSEK, jämfört med -4,5 MSEK för motsvarande period föregående år.

God kostnadskontroll under kvartalet samt hittills under år 2020

Under kvartalet så ökade omsättningen, Y-on-Y, med ca 425 %, samtidigt som de övriga externa kostnaderna, vilket i dagsläget är den största kostnadsposten, ökade med ca 278 %, medan personalkostnaderna steg ca 73 % under Q3-20. Under de första nio månaderna av 2020 har Bayn visat på en omsättningstillväxt om ca 221 %, samtidigt som de övriga externa kostnaderna ökat med ca 235 %, och personalkostnaderna ökat med ca 30 % under samma period. Även om de övriga externa kostnaderna har ökat något mer de senaste nio månaderna än omsättningen, vilket Analyst Group bedömer till stor del vara till följd av engångskostnader relaterade till förvärv, har Bayn visat på en god kostnadskontroll hittills under år 2020. Detta syns inte minst i personalkostnaderna, vilka har stigit avsevärt mindre än omsättningen, vilket visar på att det kan finnas tydliga synergier genom förvärven för Bayn. På sikt bedömer vi att de övriga externa kostnaderna kommer öka i en långsammare takt än omsättningen, i linje med att Bayn fortsätter göra organisatoriska förändringar för att effektivisera koncernens operation.

Strukturella förändringar för att renodla organisationen

Bayn har under kvartalet arbetat med en rad strukturella förändringar i verksamheten för att göra organisationen mer optimerad för bolagets fortsatta tillväxtresa. Bland förändringar som har gjorts under kvartalet återfinns bland annat att Pändy och Tweek nu har blivit Monday 2 Sunday respektive Bayn Retail, där varsitt team kommer arbeta under vardera affärsvertikal, Bayn har etablerat en centraliserad funktion som kommer stötta de nordiska dotterbolagen inom inköp, ekonomi, lager och logistik, och Bayn har också tillsatt ett bolagsöverskridande marknads-, produkt-, och innovationsråd, vars funktion är att säkerställa teknologiöverföring, marknadsexpansion, samt integration av Bayns EUREBA-lösning.

Sammanfattande ord om rapporten

Analyst Group anser att Bayn har genomfört en mycket framgångsrik omvandling hittills under år 2020, och har gått från att ha varit ett litet råvarubolag till att nu bli en av Europas snabbast växande Food-Tech koncerner, och vi ser fortsatt god potential för tillväxt i Bayn framgent. Något som särskilt imponerande under kvartalet var förvärvet av Green Sales Distribution, som dels kommer öka omsättningen i Bayn kraftigt, och som därtill gör att det nu ser möjligt ut för Bayn att nå ett positivt faktiskt EBITDA-resultat för koncernen under helåret 2021, inte bara på proforma-nivå. Vi ser spännande på framtiden för Bayn, och ser i dagsläget inga större hinder för bolaget att försätta exekvera på sin tillväxtstrategi, givet att de kan få fortsatt finansiering samt att de närmar sig lönsamhet.

INVESTERINGSIDÉ

LIKANDE M&A
STRATEGI SOM
EMBRACER &
STILLFRONT

MARGINAL-
EXPANSION
ESTIMERAS
FRAMGENT

INSIDERÄGANDE
ÖVER 30 %

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

De senaste förvärven av AmerPharma, Kopper Candy Sweden, Golden Athlete, och kanske särskilt GSD, 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 noterade bolag till betydligt lägre värderingsmultiplar än vad Bayn handlas till på börsen. Genom att utnyttja det värderingsgap som existerar mellan noterade och noterade bolag, ett värderingsgap som är särskilt påtagligt inom Food-Tech industrin, bedöms Bayn kunna fortsätta förvärva noterade 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 Solutions, Koppers Candy Sweden, AmerPharma, Pändy, Tweek, och GSD har, som enskilda bolag, konsekvent visat en stark Y-on-Y omsättningstillväxt 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.

Bayns underliggande marknader växer starkt

Bayn verkar på tre huvudsakliga marknader: *sötningemedelsmarknaden*, marknaden för *functional foods*, där sockerreducerat godis, sockerreducerade såser, syltar, och dressingar 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 inguter 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 9,0 %, Stillfronts VD Jörgen Larsson, med ett ägande om ca 3,0 %, 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, såser, syltar, 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 sockerreducerade produkter, som säljs under varumärken som bland annat Pändy, Tweek, EC-Go, deBron, Green Star, och Slender Chef, dels genom private label tillverkningen som AmerPharma och Koppers Candy Sweden utför, samt slutligen genom Bayn Solutions sockerersättande lösningar.

Motiverat värde om 13,14 kr per aktie på 2020 års prognos

För räkenskapsåret 2020 estimeras i ett Base scenario en omsättningstillväxt om ca 5920 %, vilket tillsammans med en målmultipel om 4,0x P/S ger en motiverad värdering om 13,14 kr aktien. Vid annorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

BOLAGSBESKRIVNING

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

Bayn Solutions

Bayn Solutions 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 chocklad. Bolagets produkter har historiskt främst sålts via Pändys egna hemsida, men har på senare tid börjat säljas i butik på b.la. 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, där Tweek i dagsläget bland annat arbetar med att expandera till Kina.

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.

BAYN SOLUTIONS
RÅVARUTEKNIK
BOLAG
MED KOSTNADS-
EFFEKTIVA
LÖSNINGAR FÖR
SOCKERREDUCERING

PÄNDY OCH TWECK
TVÅ FMCG-BOLAG
SPECIALISERADE PÅ
SOCKERREDUCERADE
PRODUKTER

KOPPERS CANDY
TILLVERKARE AV
FIBERBASERAT OCH
SOCKERREDUCERAT
GODIS

BOLAGSBESKRIVNING

AMERPHARMA

LEDANDE
TILLVERKARE AV
SOCKERREDUCERADE
SÅSER, SYLTAR, OCH
SIRAP

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.

GSD

LEDANDE LEVERANTÖR
AV EKOLOGISKA- OCH
LIFESTYLEPRODUKTER
INOM FMCG

GSD

GSD är en ledande leverantör av ekologiska- och lifestyleprodukter inom FMCG (Fast Moving Consumer Goods), och bolaget har flera väletablerade varumärken inom veganskt, sockerfritt, samt laktosfritt godis, däribland Green Star och deBron. I förvärvet ingår även rättigheterna till det ekologiska godisvarumärket EC-GO, som bland annat säljs på Apotea, Medvetna.se, med mera. Green Sales har de senaste fem åren visat på en stadig omsättningstillväxt, samtidigt som Bolaget har levererat ett stigande EBIT-resultat för varje år sedan år 2014.

GOLDEN ATHLETE

NORDENS LEDANDE
LEVERANTÖR AV
SOCKER- OCH
KALORIFRIA
DRESSINGAR

Golden Athlete

Golden Athlete grundades år 2014, och har sedan grundandet fokuserat på produkter med lågt kaloriinnehåll samt funktionella livsmedel inom *sports nutrition*. Bolaget marknadsför och säljer bland annat det egna varumärket Slender Chef, som utgör det marknadsledande sortimentet av lågkalorisåser i Norden. Därutöver innehar bolaget distributionsrättigheterna i Norden för internationella varumärken såsom Quest Nutrition, Nanosupps, Oatein, samt Battlebites. Bolaget har visat nettolönsamhet de senaste tre av fyra åren, och har även under perioden stärkt sina marginaler.

Urval av några av Bayns kunder



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 Solutions, 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

mdUSD

12

10

8

6

4

2

0

2018

2019

2020E

2021E

2022E

2023E

2024E

2025E

2026E

6,3

6,7

7,1

7,6

8,0

8,6

9,1

9,7

10,3

Källa: Fortune Business Insights

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

SKIFTET BORT
FRÅN SOCKER
DRIVER
TILLVÄXT

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.

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 fortsätta expandera till nya marknader framgent. Pändyprodukterna återfinns inom produktkategorierna functional- och protein-enhanced foods, vilka båda är två produktkategorier som har hög tillväxt.

Tweeks produkter har historiskt främst sålts i Sverige, men bolaget expanderar kraftigt, där bolaget i dagsläget är i fas med att expandera till bland annat Kina. Givet att Tweek lyckades uppnå en försäljning om 40 MSEK under bolagets första 18 månader i Sverige, där kundbasen är 7 miljoner människor, är potentialen i Kina enorm för Tweek, uppskattar Analyst Group, då bolaget uppskattar den kinesiska kundbasen till 400 miljoner människor.

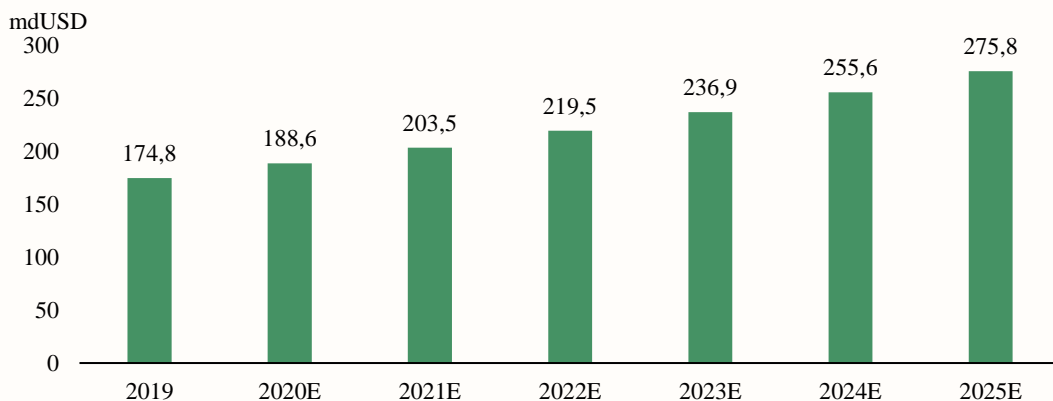
Koppers Candy Sweden tillverkar främst sockerreducerat godis för svenska kunder, medan AmerPharma har en diversifierad kundbas med kunder i Europa, Asien, USA och mellanöstern., och säljer produkter inom flera olika nischer av Food-Tech marknaden där Pändy och Tweek inte har exponering. GSD:s och Golden Athletes produkter säljs huvudsakligen i Norden, men möjligheterna för expansion på sikt bedöms goda enligt Analyst Group.

Tillväxten i Pändys, Tweeks, Koppers, AmerPharmas, GSD:s, samt Golden Athletes underliggande marknader drivs av trender som ett ökat hälsofokus 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 %



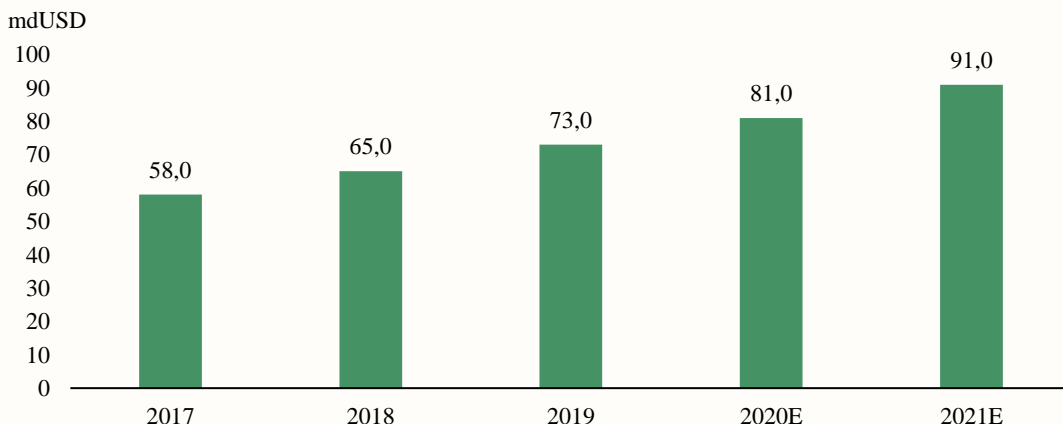
Källa: Statista

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 PROGNOIS

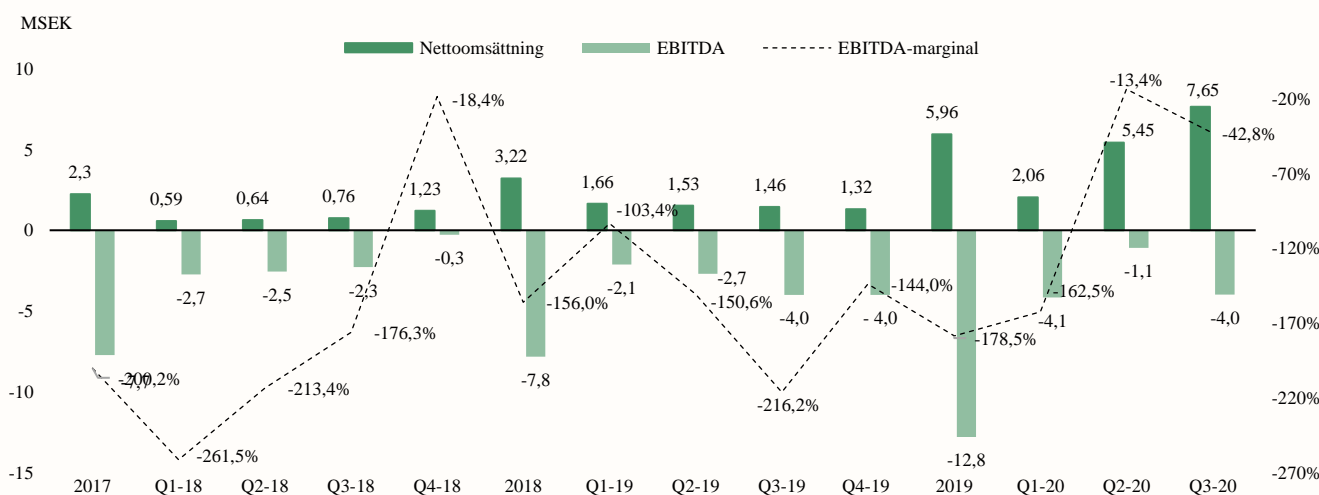
Bayn Groups dotterbolag har historiskt visat på god omsättningstillväxt

Bayn Solutions 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 ca 30 % mellan åren 2016 och 2019. Både Pändy och Tweek har också historiskt visat en hög omsättningstillväxt, och de båda bolagen visade en CAGR om ca 41 % respektive 90 % under perioden 2016-2019. AmerPharma har under de senaste tre åren växt omsättningen med över 50 % organiskt, och Kopper Candy Sweden och GSD har även de visat på omsättningstillväxt den senaste åren. Enda undantaget bland Bayns dotterbolag som ej växt omsättningen de senaste åren är Golden Athlete, som visat minskande omsättning mellan år 2016 och år 2019.

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 tio kvartalen.

Omsättningen accelererar kraftigt under Q2-20 och Q3-20

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal (ej proforma)



Källa: Bayn Group

Det är svårt att urskilja någon tydlig trend mellan Bayns kvartal, då de varierat kraftigt, och då Bolagets omsättning är i en kraftigt stigande fas till följd av Bolagets expansiva förvärvsstrategi. Det finns inget tydligt starkaste eller svagaste kvartal, men detta kommer vara av intresse att observera framgent, i takt med att Bolagets omsättningsnivåer stiger och stabiliseras något.

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 särskilt 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 5920 % för helåret 2020.

Under år 2021 förväntas Bayn öka omsättningen med ca 30,0 % jämfört med föregående år, och Bolaget estimeras nå en omsättning om 466,5 MSEK. Detta drivs av att Bayn bedöms göra ett antal kompletterande förvärv under året, samt av att försäljningen estimeras fortsätta stiga organiskt i dotterbolag som GSD, AmerPharma, Tweek, och Pändy.

Under åren 2022 och 2023 estimeras Bayn fortsätta växa, drivet av fortsatta förvärv och av att Bolaget ökar sina sålda volymer av Pändys, Tweeks, AmerPharmas, GSD:s, samt Golden Athletes produkter, vilket tillsammans med att EUREBA börjar bli ett alltmer känt varumärke gör att omsättningen bedöms stiga kraftigt under åren 2022 och 2023. Omsättningstillväxten för år 2022 respektive år 2023 estimeras uppgå till 37,5 % och 31,2 %, och omsättningen estimeras uppgå till 841,6 MSEK under år 2023.

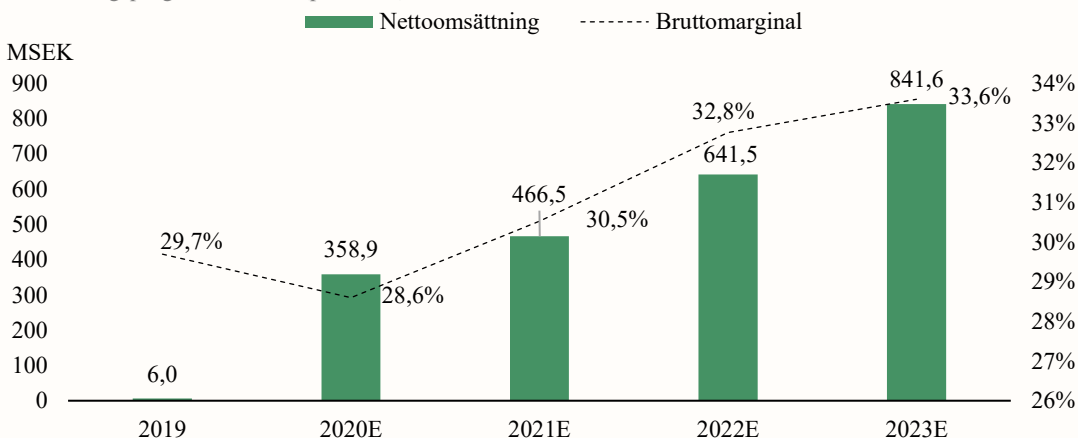
Det ska noteras att de ovanstående prognoserna förutsätter en relativt konservativ förvärvstakt, samt att de inte tar hänsyn till något stort genomslag för Bayns EUREBA sortiment. Om förvärvstakten som Bayn har levererat under år 2020 skulle fortsätta även de kommande åren, samt om EUREBA skulle få stort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

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 (proforma)



Källa: Analyst Group prognos

Kostnadsprognos för räkenskapsåren 2020 till 2023

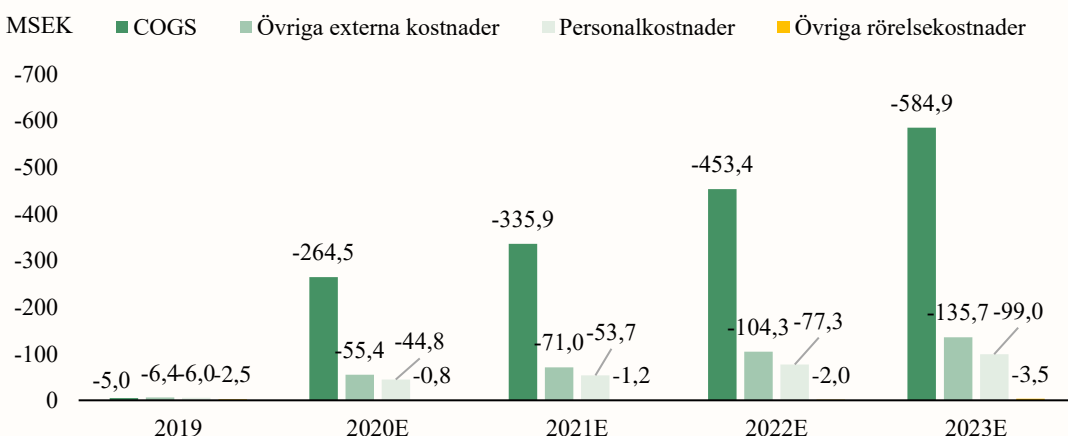
Kostnad sålda varor (COGS i grafen nedan) kommer öka i linje med att Bayn ökar de sålda volymerna av Bolagets råvaror samt sockerreducerande produkter, där ökad försäljning av EUREBA, av Tweeks, AmerPharmas, samt GSD:s produkter estimeras vara det som huvudsakligen kommer driva de sålda volymerna, och därmed kostnaden för sålda varor, framgent. Denna kostnadspost estimeras öka kraftigt mellan år 2020 och 2023, men ökar i en lägre takt än omsättningen då Bolaget bedöms kunna realisera 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 goda kostnadsbesparingar i takt med att organisationen växer. Personalkostnaderna estimeras gå från 44,8 MSEK år 2020 till 99,0 MSEK år 2023, då Analyst Group bedömer att Bayn kommer öka antalet heltidsanställda till 40-60 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 55,4 MSEK till 135,7 MSEK respektive 0,8 MSEK till 3,5 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, samt kostnader associerade med marknadsföring av Bolagets produkter.

De huvudsakliga kostnadsdrivarna ökar framgent.

COGS, övriga externa-, personal-, och övriga rörelsekostnader (proforma)



Källa: Analyst Group prognos

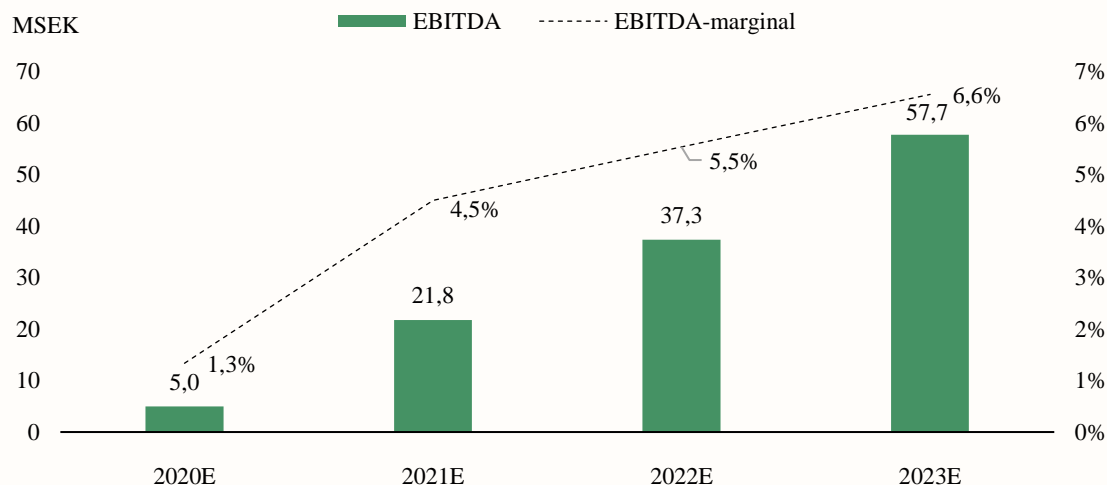
FINANSIELL PROGNOSES

Bayns förvärv väntas bidra starkt till en stigande EBITDA-marginal

Framgent förväntas EBITDA-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 av bättre kostnadskontroll från Bolaget. Tillskotten av Golden Athlete, GSD, 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 fem senast förvärvade bolagen, nämnda ovan, bedöms, av Analyst Group, dessutom vara lönsamma på rörelsenivå under år 2020, vilket kommer bidra positivt till EBITDA-marginalen. Den sammanslagna Baynkoncernen estimeras, i ett Base scenario, visa ett EBITDA-resultat om 5,0 MSEK under år 2020, med en EBITDA-marginal om 1,3 %, för att sedan öka EBITDA-resultatet till 57,7 MSEK under år 2023, med en EBITDA-marginal om 6,6 %.

EBITDA-resultatet estimeras öka kraftigt mellan åren 2020 och 2023

EBITDA-resultat och EBITDA-marginal (proforma)



Källa: Analyst Group prognos

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

Analyst Group Base scenario (proforma)	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	358,9	466,5	641,5	841,6
Aktiverat arbete för egen räkning	6,7	9,7	18,0	21,5
Övriga rörelseintäkter	4,8	7,2	14,8	17,7
Totala intäkter	370,4	483,5	674,4	880,8
COGS	-264,5	-335,9	-453,4	-584,9
Bruttoresultat	105,9	147,6	220,9	295,9
<i>Bruttomarginal</i>	28,6%	30,5%	32,8%	33,6%
SG&A	-101,0	-125,8	-183,6	-238,2
EBITDA	5,0	21,8	37,3	57,7
<i>EBITDA-marginal</i>	1,3%	4,5%	5,5%	6,6%
Avskrivningar	-18,0	-25,5	-34,7	-46,5
EBIT	-13,0	-3,7	2,6	11,2
<i>EBIT-marginal</i>	-3,5%	-0,8%	0,4%	1,3%
Finansnetto	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9
EBT (Res. före skatt)	-16,0	-6,7	-0,4	8,3
Skatt	2,6	2,0	0,6	0,2
Nettoresultat	-13,4	-4,7	0,2	8,5
<i>Nettomarginal</i>	-3,6%	-1,0%	0,0%	1,0%

K3-REGELVERKET & VÄRDERING

GOODWILL MÅSTE SKRIVAS AV LÖPANDE ENLIGT K3- REGELVERKET

Bayn redovisar enligt K3-regelverket, vilket står i stark kontrast till de flesta andra börsnoterade bolag som redovisar enligt IFRS (International Financial Reporting Standards). Största skillnaden mellan de två redovisningsprinciperna är att goodwill måste skrivas av löpande enligt K3-regelverket, och måste skrivas av under maximalt tio år. Företag som redovisar enligt IFRS skriver ej av goodwill löpande på samma sätt, då goodwill anses ha en obestämd nyttjandeperiod enligt IFRS. Företag som redovisar enligt IFRS gör istället en så kallad nedskrivningsprövning, minst en gång per år, där företagen prövar om värdet på tillgången kan motiveras. Företag som redovisar enligt IFRS brukar därför generellt belastas mindre av avskrivningar än företag som redovisar enligt K3-regelverket.

Resultatet av att Bayn redovisar enligt K3-regelverket blir att Bolaget har mycket höga avskrivningar för goodwill, då Bolaget är förvärvsdrivet. Detta belastar Bolagets EBIT-marginal och nettomarginal negativt, och får det att se ut som Bolaget inte är lönsamt. Av denna anledning hänvisar Bayn till EBITDA-resultatet, och på EBITDA-nivå, på proformabasis, är Bayn lönsamma de första nio månaderna av år 2020.

Ett exempel på ett, för många svenska investerare, känt bolag som använder K3-regelverket, och som likväl Bayn är förvärvsdrivet, är spelbolaget Embracer. I Embracers fall går det tydligt att se hur de löpande avskrivningarna påverkar både EBIT- och nettoresultatet kraftigt negativt, och får det att se ut som bolagets lönsamhet är avsevärt lägre än vad den faktiskt är. Som exempel hade Embracer under bolagets räkenskapsår 2019 en EBITDA-marginal om 33,3 %, vilket ligger i linje med andra spelbolag, men en nettomarginal om endast 5,4 %, vilket är långt under andra spelbolag som exempelvis Paradox, som redovisar enligt IFRS.

I takt med att Bayn fortsätter göra förvärv, då det är den viktigaste delen av Bolagets tillväxtplan framgent, så kommer avskrivningarna öka ytterligare, vilket kommer påverka EBIT-marginalen och nettomarginalen negativt. Därför, för att ge den underliggande verksamheten i Bayn en mer "rättvis" värdering, så värderas Bolaget, i enlighet med peers, utefter P/S-multipeln (mer om detta längre fram i analysen). På sikt, i takt med att Bayns dotterbolag konsolideras i koncernen, så kommer det bli aktuellt att värdera Bayn, likväl som Embracer värderas, utefter EV/EBITDA-multipeln.

VÄRDERING

Nyckeltal	2017	2018	2019	12R*	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	139,6%	42,7%	85,3%	4453,4%	5920,5%	30,0%	37,5%	31,2%
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	29,7%	28,0%	28,6%	30,5%	32,8%	33,6%
EBITDA-marginal	-200,2%	-156,0%	-178,5%	0,0%	1,3%	4,5%	5,5%	6,6%
EBIT-marginal	-250,3%	-201,1%	-212,1%	-5,4%	-3,5%	-0,8%	0,4%	1,3%
Nettomarginal	-259,0%	-205,7%	-213,2%	-5,2%	-3,6%	-1,0%	0,0%	1,0%
P/S*	21,9	15,3	12,4	3,2	2,4	1,9	1,3	1,0
EV/S*	21,2	14,9	12,1	2,9	2,2	1,7	1,2	0,9
EV/EBITDA	-6,2	-6,1	-5,6	46014,6	157,5	36,0	20,9	13,6
EV/EBIT	-5,0	-4,7	-4,7	-52,6	-60,1	-209,4	300,1	70,0
P/E-tal	-4,9	-4,8	-4,8	-58,1	-64,7	-184,5	4949,5	101,7

*På rullande 12 månaders basis används Bayns faktiska rapporterade siffror för Q4-19 adderat med de profomasiffror som Bolaget visade för det första nio månaderna 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, samt Else Nutrition. Även om dessa bolag skiljer sig åt till viss mån så har dem även likheter, gällande exempelvis affärsmodell, adresserbar marknad, samt kundgrupp.



BEYOND MEAT

P/S	EV/S	Brutto-marginal
21,7	21,3	32,3 %

Beyond Meat, grundat år 2009, är ett amerikanskt bolag som är utvecklare och säljer växtbaserade köttalternativsprodukter. 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 76,1 mdSEK, 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.



P/S	EV/S	Brutto-marginal
38,0	34,1	58,7%

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 2021. 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 år 2021 på den brittiska marknaden. Därefter planerar bolaget att expandera till USA, och lansera sitt växtbaserade mjölkalternativ där under år 2021-2022. 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 78 MSEK.



P/S	EV/S	Brutto-marginal
381,0	373,0	37,0 %

Else Nutrition, grundat år 2012, är ett israeliskt bolag som är aktivt inom barnmatsindustrin. Bolaget utvecklar växtbaserad barnmat som till 92 % innehåller naturliga livsmedel. Else säljer sina produkter under varumärket Else, och bolaget är aktivt globalt men främst i Nordamerika. Else är noterat i Kanada på Toronto Stock Exchange Venture Exchange (TSXVX) sedan år 2012, har mellan 10-20 anställda och har ett börsvärde om ca 2,9 mdSEK.

VÄRDERING

Jämförelse av Bayn och peers

12R	Bayn*	Beyond Meat	Veg of Lund	Else Nutrition
Omsättningstillväxt	4453,4%	35,4%	-1,9%	87,3%
Bruttomarginal	28,0%	32,3%	58,7%	37,0%
EBITDA-marginal	0,0%	-3,6%	-952,5%	-463,7%
EBIT-marginal	-5,4%	-6,4%	-947,7%	-479,5%
Nettomarginal	-5,2%	-7,0%	-1011,0%	-805,0%
P/S	3,2	21,7	38,0	381,0
EV/S	2,9	21,3	34,1	373,0
EV/EBITDA	46014,6	-600,0	-3,6	-80,5
EV/EBIT	-52,6	-334,1	-3,5	-77,8
P/E	-58,1	-309,3	-3,9	-41,0

*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 3,2x P/S på rullande 12 månader.

Bayn har tidigare värderats på liknande P/S-tal som Beyond Meat, och på lägre multiplar än Veg of Lund samt Else Nutrition. Givet att proformasiffrorna inkluderats i Bayns rullande 12 månaders resultat, gör detta att Bayns P/S-tal blir mycket lägre än samtliga ovan nämnda bolag. Därför, för att göra jämförelsen med Bayns peers relevant, har proformasiffrorna exkluderats i just denna jämförelsen, och den faktiska rapporterade omsättningen har istället använts för att härleda en P/S-multiplik för Bayn. Givet detta handlas Bayn i dagsläget till en P/S-multiplik om 41,1x, per 2020-11-30.

Med en P/S-värdering om 41,1x är Bayn avsevärt lägre värderat än Else Nutrition. Detta baseras troligtvis på att Else har potential för större omsättningstillväxt framgent, samt på den unikheter som finns i bolagets produkter, då Else var först med att ta fram en helt växtbaserad babyformula. Givet att innovationsgraden på Else produkter bedöms som högre än på Bayns, samt då Else bedöms stå inför en högre omsättningstillväxt framgent, anses den lägre värderingen rättfärdigad.

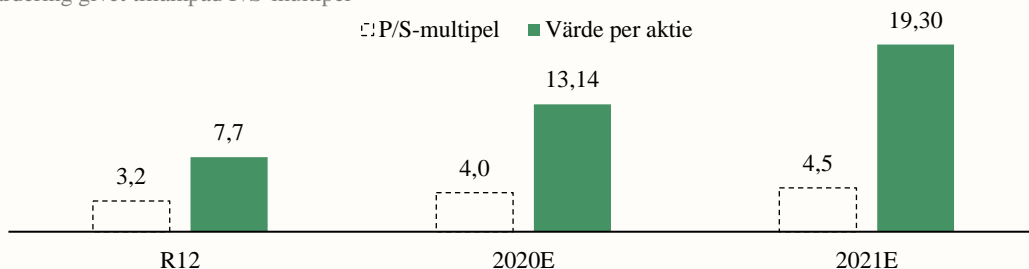
Veg of Lund är likt Bayn ett Food-Tech bolag, och är som Bayn även noterat på First North, där bolaget noterades den 10 februari 2020. Veg of Lund värderas främst på framtida potentiell försäljning av bolagets vegetabiliska mjölkalternativ, då nuvarande omsättning är nästintill obefintlig, samt på värdet av bolagets unika patent som ligger till grunden för deras produkter. Veg of Lund handlas till ett P/S-tal om 38,0x jämfört med Bayns P/S om 41,1x. Givet att Veg of Lund har en mycket högre osäkerhet kring framtida intjäning och ett högre burn rate, tillsammans med vad Analyst Group anser vara en svagare ledning än i Bayn, förtjänar Bayn en högre värdering än Veg of Lund.

Beyond Meat har betydligt lägre tillväxt än Bayn, och bedöms därtill inte ha en lika tydlig väg mot lönsamhet, varför Bayn förtjänar en högre värdering än Beyond Meat, anser Analyst Group.

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-multiplik om 4,0x för år 2020, vilket motiverar en aktiekurs om 13,14 kr, och en P/S-multiplik om 4,5x för år 2021, motsvarande en aktiekurs om 19,30 kr.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering i ett Base scenario

Värdering givet tillämpad P/S-multiplik



Källa: Analyst Group prognos

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

**13,14 KR PER
AKTIE I ETT
BASE SCENARIO**

BULL & BEAR

Bull scenario

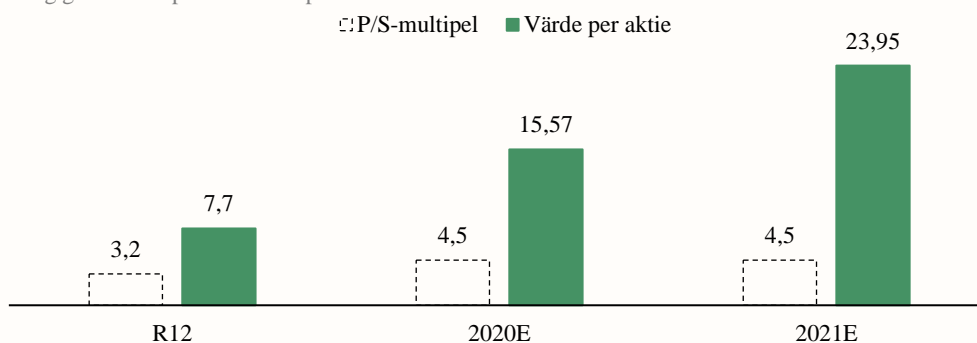
I ett Bull scenario för år 2020 estimeras Bayn visa en omsättningstillväxt om ca 6 252 %, vilket i kombination med god kostnadskontroll gör att Bolaget höjer EBITDA-marginalen från -178,5 % till 2,2 % mellan 2019 och 2020, och visar ett positivt proforma EBITDA-resultat för helåret 2020. Den starka omsättnings- och marginalförbättringen drivs till stor del av förvärven av Tweek, AmerPharma, GSD, samt Golden Athlete, som alla estimeras visa på tillväxt samt positiva EBITDA-resultat under helåret 2020.

År 2021 bedöms bli ett mycket starkt år för Bayn i ett Bull scenario, och omsättningen estimeras stiga kraftigt, och väntas växa från 378,6 MSEK till 583,2 MSEK. Omsättningsökningen drivs främst av att Bayn bedöms göra ytterligare förvärv, av stark tillväxt för Amerpharma och GSD, av Tweeks expansion till Kina, 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 4,5x på Bayns aktie, vilket ger ett värde per aktie om 15,57 kr. För 2021 appliceras en P/S-multipel om 4,5x vilket resulterar i ett värde per aktie om 23,95 kr.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering i ett Bull scenario

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



Källa: Analyst Group prognos

Bear scenario

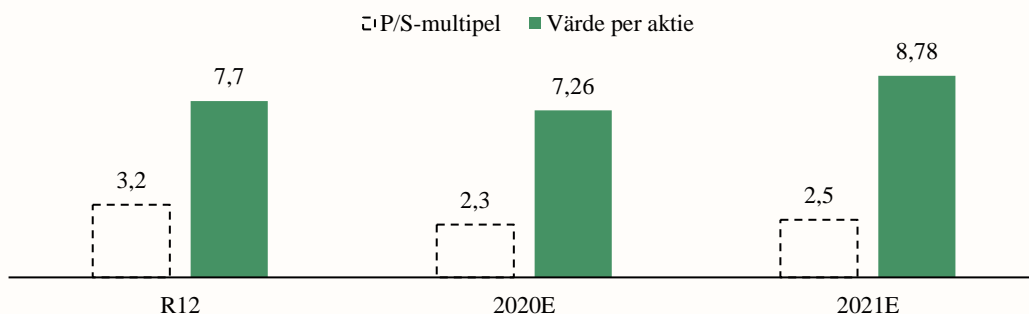
I ett Bear scenario för år 2020 så estimeras Bayn inte genomföra några fler förvärv under året, men Bolagets förvärv hittills under året gör att omsättningen estimeras växa med ca 5 680 % jämfört med samma period föregående år. Bayns kostnadskontroll förblir dock svag, och även om omsättningen estimeras växa i en högre takt än kostnaderna så ökar Bolagets nettoförlust år 2020 från föregående år, då kostnadsbasen påverkas starkt negativt av avskrivningar relaterade till förvärv.

Under år 2021 fortsätter Bayn växa omsättningen, men Bolaget får problem med finansieringen, och lyckas inte göra några ytterligare förvärv under året. Förlusten på sista raden bedöms dock bli mindre än under år 2020, till följd av minskade avskrivningar på grund av uteblivna förvärv, och estimeras landa på ca -11,5 MSEK, att jämföra med den estimerade förlusten om -19,1 MSEK i ett Bear scenario för år 2020.

P/S-multiplar om 2,2x och 2,5x sätts på Bayn för år 2020 respektive år 2021 i ett Bear scenario, vilka indikerar en aktiekurs om ca 7,26 kr för år 2020, och en aktiekurs om 8,78 för år 2021.

Följande är en illustration av potentiell nedvärdering i ett Bear scenario

Värdering givet tillämpad P/S-multipel

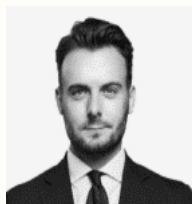


Källa: Analyst Group prognos

**15,57 KR PER
AKTIE I ETT
BULL SCENARIO**

**7,26 KR PER
AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO**

Q3-20 INTERVJU MED VICE-VD



Ni visade på stark omsättningstillväxt under Q3-20, både gällande de rapporterade siffrorna och särskilt på proformabasis. Vad var drivkrafterna bakom denna tillväxt?

Marknaden för den här typen av produkter är mycket stark och vi får stort intresse från många bolag och institutionella investerare – dels med den resa vi gjort hittills i år men också med den vision och målbild som vi har för Bolaget och kommande period. Målsättningen är att vi ska bli den ledande aktören för socker-reducerade livsmedel och med fler bra förvärv och en fortsatt hög organisk tillväxt kan vi nå dit. I takt med att gruppen växer får vi mer uppmärksamhet vilket givetvis bidrar till att vi haft en högre tillväxt än tidigare i Bayn.

De övriga externa kostnaderna har under de första nio månaderna av 2020 ökat med ca 235 %, samtidigt som omsättningen ökat med ca 221 % under samma period. Vad är bakgrunden till att de övriga externa kostnaderna ökat mer än omsättningen?

Under tredje kvartalet har vi haft en del extrakostnader för integration och omstrukturering av verksamheterna – för att säkerställa absolut bästa tillväxtförutsättningar under nästa år. Vi har även genomfört en del större investeringar i marketing för att etablera våra varumärken t.ex. via influencers och podcasts. Denna typ av investeringar är av sådan natur att det påverkar den kortsiktiga kostnadsbilden men där vi väntar oss att det skapar långsiktiga värden för respektive varumärke och dess fortsatta tillväxt.

Personalkostnaderna har ökat i en betydligt lägre takt än omsättningen under de första nio månaderna av 2020. Hur ser synergimöjligheterna ut när det kommer till personal och administration för Baynkoncernen?

Den mindre ökningen av personalkostnader som vi haft under perioden är relaterade till att stärka teamet för att kunna nå våra tillväxtplaner. Med teamet vi nu har på plats ser vi goda möjligheter att framgent ha en betydande tillväxt utan att behöva utöka personalstyrkan nämnvärt i närtid.

Vad är tanken med att Pändy och Tweek byter namn? Är tanken att fler bolag ska kunna bli en del av Bayn Retail och Monday 2 Sunday på sikt? Är dessa, Bayn Retail och Monday 2 Sunday, tänkta att bli egna divisioner i Baynkoncernen på sikt?

Förändringen är en del i vårt arbete med att få ut bäst effekt och möjliga synergier från alla divisioner. Framgent kommer respektive dotterbolag att istället fokusera på en enskild affärsvertikal B2B (Retail, B2B och Export) eller B2C (E-commerce och Shop in shop på Amazon) – där vi snabbt och effektivt kan integrera nya varumärken och produkter och direkt skapa tillväxt för framtida förvärv i båda vertikalerna.

Hur kommer ni arbeta med AmerPharma? Kommer det vara mer av ett självgående bolag under Baynkoncernen eller kommer ni vara mer aktivt involverade i deras verksamhet?

Direkt efter tecknande av avtalet har vi påbörjat flera integrationsprojekt och realisering av potentiella synergier så som; integrera EUREBA i AmerPharmas sortiment, plocka in produkter från Amerpharma till Tweek och Pändy samt öppna försäljningskanaler för av AmerPharmas varumärken i våra nordiska marknader.

Golden Athlete är det ända bolaget ni förvärvat utan kraftig tillväxt senaste åren, hur kommer det sig och vad ser ni i förvärvet??

Golden har tidigare arbetat med distribution och samtidigt byggt det egna varumärke Slender Chef. Slender har sedan start växt med nästan 100 % per år och där man i Golden samtidigt skalat ner till en mer fokuserad distribution. Rensat för distributionsdelen har bolaget en mycket kraftig tillväxt och vi ser även goda möjligheter att förbättra resultatet genom högre bruttomarginal från tillverkning av Slender Chefs produkter i AmerPharmas fabriker (idag produceras de hos annan tillverkare till högre pris).

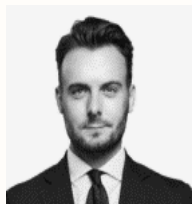
LEDNING & STYRELSE



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 Pändy Foods

Simon var en av Pändy Foods grundare, och han agerade VD i bolaget fram tills Pändy 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): 500 st (0,00 %).

LEDNING & STYRELSE



Peter Werme, Styrelseordförande

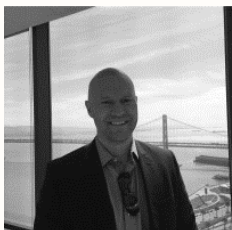
Peter har en MBA från Uppsala universitet, och är erfaren inom investeringar och finansiell förvaltning. Han medgrundare ABB Fonder under slutet på 80-talet, och har även jobbat som fond- och hedgefondförvaltare för SEB Investment Management och Handelsbanken Asset Management. Han är styrelseordförande 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 Widgren, 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 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 %).



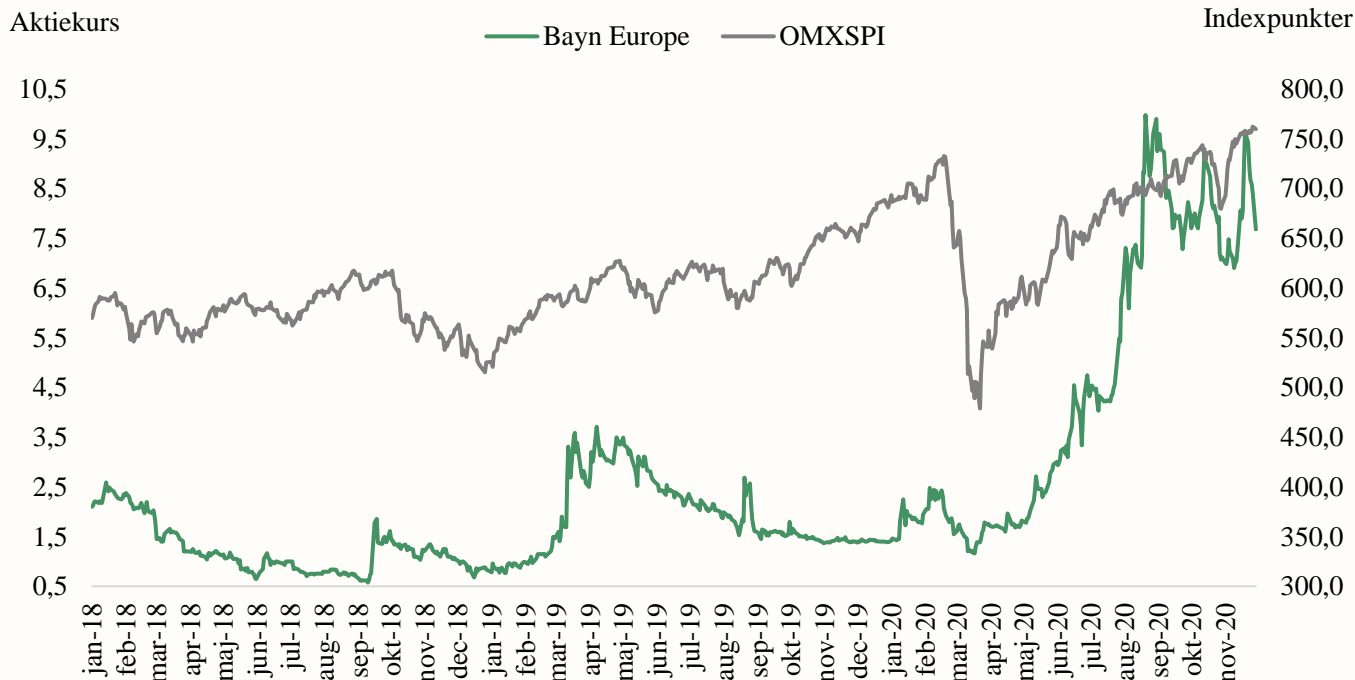
Gunnar Ek, Styrelseledamot

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	Q3-20
Nettoomsättning	2,3	0,59	0,64	0,76	1,23	3,22	1,66	1,53	1,46	1,32	5,96	2,06	5,45	7,65
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	1,3
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	0,3
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	9,3
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	-4,5
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	4,8
<i>Bruttomarginal</i>	<i>48,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>37,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>183,6%</i>	<i>73,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>15,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>26,6%</i>	<i>29,7%</i>	<i>31,7%</i>	<i>56,6%</i>	<i>51,6%</i>
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	-8,8
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	-4,0
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-200,2%</i>	<i>-261,5%</i>	<i>-213,4%</i>	<i>-176,3%</i>	<i>-18,4%</i>	<i>-156,0%</i>	<i>-103,4%</i>	<i>-150,6%</i>	<i>-216,2%</i>	<i>-144,0%</i>	<i>-178,5%</i>	<i>-162,5%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-42,8%</i>
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	-6,7
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	-10,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-250,3%</i>	<i>-309,4%</i>	<i>-255,3%</i>	<i>-215,0%</i>	<i>-69,5%</i>	<i>-201,1%</i>	<i>-131,0%</i>	<i>-182,3%</i>	<i>-243,4%</i>	<i>-320,8%</i>	<i>-212,1%</i>	<i>-185,0%</i>	<i>-85,2%</i>	<i>-115,2%</i>
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	-0,8
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	-12,3
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	875,0
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	-10,6
<i>Nettomarginal</i>	<i>-259,0%</i>	<i>-311,2%</i>	<i>-268,4%</i>	<i>-210,8%</i>	<i>-77,0%</i>	<i>-205,7%</i>	<i>-131,7%</i>	<i>-182,9%</i>	<i>-244,1%</i>	<i>-323,5%</i>	<i>-213,2%</i>	<i>-186,6%</i>	<i>-78,9%</i>	<i>-114,4%</i>

APPENDIX

Analyst Group Bull scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	378,6	583,2	975,1	1180,0
Aktiverat arbete för egen räkning	6,7	9,7	18,0	21,5
Övriga rörelseintäkter	4,8	7,2	14,8	17,7
Totala intäkter	390,1	600,1	1 007,9	1 219,2
COGS	-276,4	-413,1	-674,2	-801,3
Bruttoresultat	113,8	187,0	333,7	417,9
<i>Bruttomarginal</i>	<i>29,2%</i>	<i>31,2%</i>	<i>33,1%</i>	<i>34,3%</i>
SG&A	-105,1	-152,9	-269,5	-325,4
EBITDA	8,6	34,1	64,2	92,4
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>2,2%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,6%</i>
Avskrivningar	-18,0	-25,5	-34,7	-46,5
EBIT	-9,3	8,6	29,5	45,9
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-2,4%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,8%</i>
Finansnetto	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9
EBT (Res. före skatt)	-12,3	5,6	26,5	43,0
Skatt	2,6	-1,2	-5,8	-9,5
Nettoresultat	-9,7	4,4	20,7	33,5
<i>Nettomarginal</i>	<i>-2,5%</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,7%</i>
Analyst Group Bear scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	344,5	379,0	492,7	660,2
Aktiverat arbete för egen räkning	6,7	9,7	18,0	21,5
Övriga rörelseintäkter	4,8	7,2	14,8	17,7
Totala intäkter	356,0	395,9	525,5	699,4
COGS	-257,0	-285,3	-370,9	-489,6
Bruttoresultat	99,0	110,6	154,7	209,8
<i>Bruttomarginal</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,9%</i>	<i>29,4%</i>	<i>30,0%</i>
SG&A	-100,0	-112,2	-140,3	-186,9
EBITDA	-0,9	-1,6	14,4	23,0
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,3%</i>
Avskrivningar	-18,0	-8,5	-20,0	-27,5
EBIT	-18,9	-10,1	-5,6	-4,6
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-5,3%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-0,7%</i>
Finansnetto	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9
EBT (Res. före skatt)	-21,9	-13,1	-8,6	-7,5
Skatt	2,8	1,6	1,3	1,4
Nettoresultat	-19,1	-11,5	-7,4	-6,0
<i>Nettomarginal</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-0,9%</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

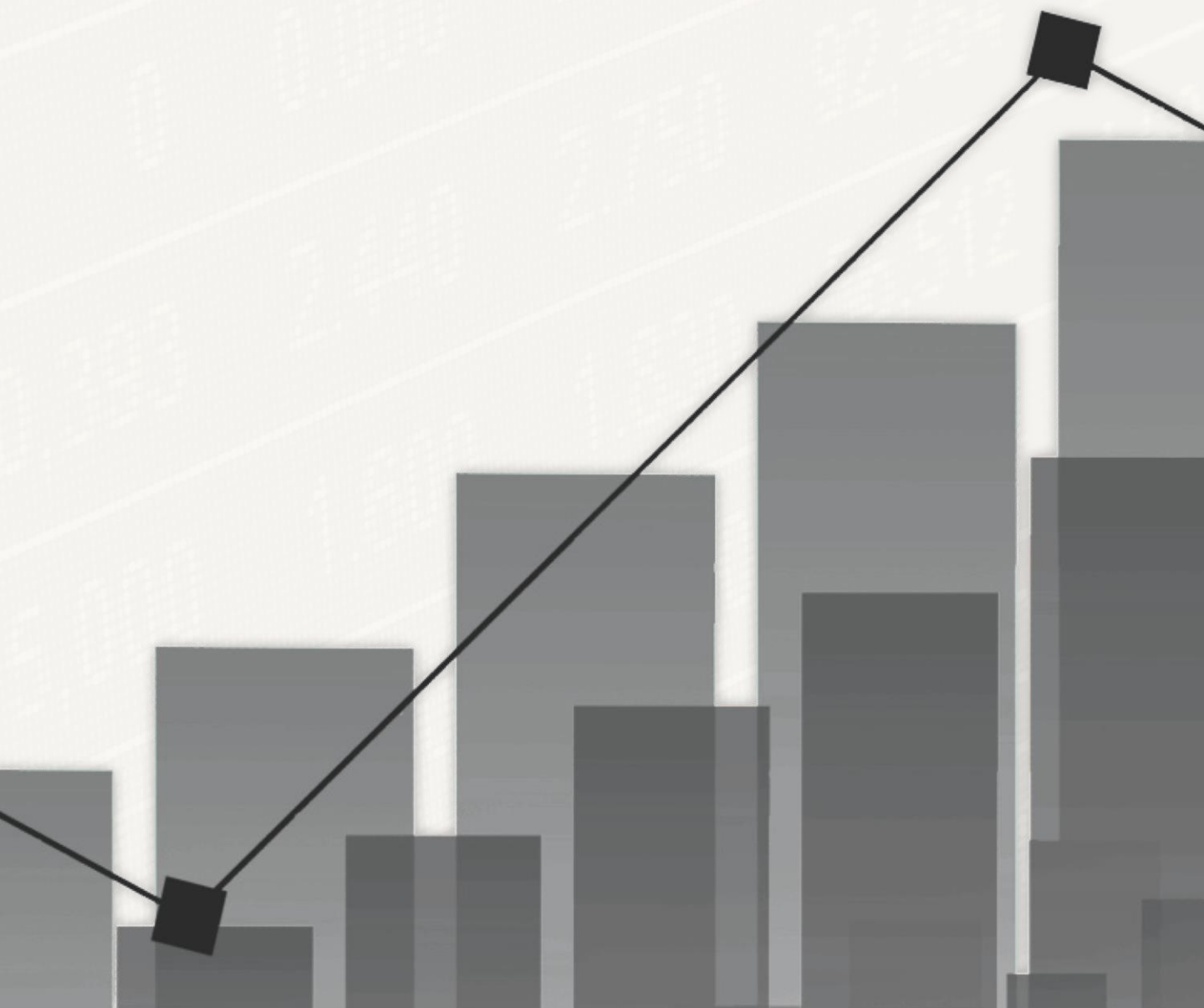
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Bayn Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat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