



## **BAYN EUROPE**

PRODUKTER SOM LIGGER RÄTT I TIDEN

2019-12-04

## **BULL & BEAR-ANALYS**

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 Europe AB (publ) ("Bayn" eller "Bolaget") är ett svenskt bolag som utvecklar och säljer sötade fibrer och sötningsmedel som används för att ersätta socker. Bolaget erbjuder två produktserier: EUREBA, egenutvecklade sockerersättande sötade fibrer, och NAVIA, sötningsmedelsråvaror. Utöver sitt produkt erbjudande så tillhandahåller Bayn tjänster där de bland annat hjälper kunder att skapa skräddarsydda sötade fibrer utefter användningsområde. Bolagets slutkunder utgörs av livsmedelsproducenter, som Bayn säljer till via sina distributörer eller själva direkt. Bolaget är noterat på Nasdaq First North Growth Market sedan 12 november 2014.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell Prognos	8-10
Värdering	11-12
Bull & Bear	13
VD-intervju	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17-18
Disclaimer	19



### Värde drivare

Analyst Group ser en stark omsättnings-tillväxt framöver för Bayn, då Bolaget framgent kommer jobba för att sprida sitt varumärke och fortsätta förstärka sin försäljningsstyrka. Bolagets möjligheter att ta marknadsandelar bedöms goda då Bolagets produkt ständigt möts positivt från kunder och då naturliga substitut till socker bedöms ligga rätt i tiden.

4



### Historisk Lönsamhet

Bayn har historiskt visat negativt rörelseresultat för varje år som Bolaget varit operativt, och visar även negativt rörelseresultat på rullande 12 månader. Bayn har gjort tre nyemissioner sen Bolaget kom till börsen i November 2014, och Analyst Group bedömer att Bolaget framgent kan tvingas göra ytterligare en nyemission, då vi estimerar att Bayn kommer visa negativt resultat fram till räkenskapsåret 2022.

4



### Riskprofil

Risken i Bayn bedöms som hög, då Bolaget inte har visat positivt fritt kassaflöde något kvartal sedan Bolaget noterades år 2014. Bolaget har i nuläget en kassa om ca 2,3 MSEK, vilket tillsammans med Bayns lånefinansiering, estimeras räcka för att driva Bolaget under år 2020, givet Bayns rådande burn rate. Därefter blir nyemissionsrisken hög, vilket gör att Bayn får ett svagt betyg i termer av riskprofil.

4



### Ledning & Styrelse

Ledningen och styrelsen i Bayn består av ett team med god kompetens och erfarenhet, med flera nyckelpersoner som varit engagerade i Bolaget under en längre tid. Insiderägandet i Bayn uppgår till ca 19 % av Bolaget, där styrelseordförande, privat och genom bolag, är största ägare, med totalt 12,43 % av kapitalet. Betyget dras ner något då vi gärna hade sett större insiderägande samt att styrelsen kompletteras med ytterligare en individ med erfarenhet från *Lifestyle Food* industrin.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

Analyst Groups betygsättning i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

# BAYN EUROPE (BAYN)

## PRODUKTER SOM LIGGER RÄTT I TIDEN



Bayn Europe är en svensk utvecklare och producent av sockerersättande produkter från naturliga källor, som bedriver forskning och utveckling i sitt innovationscentrum, Bayn Studio, i Gävle. Bolaget har historiskt aldrig visat positivt resultat, men har senaste åren haft en stark omsättningstillväxt. På rullande 12 månader har Bolaget en omsättningstillväxt på över 80 %, och Bayns förutsättningar för att växa omsättningen framgent bedöms goda, då Bolaget har en produkt som ligger helt rätt i tiden och då Bolagets ledning har renodlat organisationen kraftigt under de två senaste åren. För helåret 2019 estimerar Analyst Group därför en omsättningstillväxt om ca 95,8 %, och för helåret 2020 förväntas försäljningen öka kraftigt, omsättningen estimeras därför stiga med 97,5 %. Med detta som bakgrund sätts en P/S målmultipel om 6,5x för 2020, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering, vilket motiverar ett pris per aktie om ca 2,62 kr i ett Base scenario.

### ▪ Minskat sockeranvändande är både en trend och en målsättning inom EU

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 sockeranvändande. Under år 2015 lanserades en målsättning om att minska användandet av tillsatt socker med 10 % inom EU fram till år 2020. Dessa drivkrafter, tillsammans med faktumet att Bayns produkter har ingen till extremt liten påverkan på blodsockernivåer, gör att Bolaget är mycket väl positionerat för att kapitalisera på sockerreducerings-trenden.

### ▪ Accelererande omsättningstillväxt under god kostnadskontroll leder till positivt resultat på sikt

Bolaget kommer visa en stark omsättningstillväxt under 2019, men EBIT-marginalen beräknas fortsatt vara kraftigt negativ. Framgent uppskattas tillväxttakten öka, och Analyst Group estimerar en omsättningstillväxt om ca 98 % under 2020 samt en tillväxttakt om ca 118 % under 2021, i takt med att EUREBA blir ett mer känt varumärke och ökar i popularitet. Under 2022 estimeras Bayn visa sitt första positiva helårsresultat, med en EBIT-marginal om 1,5 % och en nettomarginal om 0,7 %.

### ▪ Överhängande risk för rekapitalisering de kommande åren

Analyst Group estimerar att nuvarande kassa och lånefinansiering kommer räcka för att driva Bolaget 2020 ut, men att Bayn sedan kan behöva ytterligare finansiering. Detta är en kortsiktig risk i Bolaget, men något som kan skapa aktieägarvärde på längre sikt, då en kommande nyemission skulle användas för att tillgodose en framtida hög tillväxttakt.

**AKTIEKURS** | 1,405kr

**VÄRDERINGSINTERVALL**
**BEAR**  
1,17 kr

**BASE**  
2,62 kr

**BULL**  
4 kr

**BAYN EUROPE (BAYN)**

Senast betalt (2019-12-03)	1,405
Antal Aktier	35 480 894
Market Cap (MSEK)	49,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-1,4
Enterprise Value (MSEK)	48,4
V.52 prisintervall (SEK)	0,61 – 4,07
Lista	Nasdaq First North

**UTVECKLING**

1 månad	-2,36 %
3 månader	-21,89 %
1 år	15,60 %
YTD	72,02 %

**HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)**

Första Entreprenörsfonden	10,79 %
Avanza Pension	7,23 %
Lucy Dahlgren	3,94 %
Movenio Fastigheter AB	2,99 %
Kudu AB	2,35 %

**VD OCH ORDFÖRANDE**

Verkställande Direktör	Patrik Edström
Styrelseordförande	Peter Werme

**FINANSIELL KALENDER**

Årsrapport 2019	Mars 2020
-----------------	-----------

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Omsättning</b>	<b>3,2</b>	<b>6,3</b>	<b>12,4</b>	<b>27,1</b>
<i>Omsättningstillväxt</i>	30,0%	95,8%	97,5%	118,0%
<b>Bruttoresultat</b>	3,7	3,0	4,9	10,8
<i>Bruttomarginal</i>	114,4%	47,9%	39,7%	39,8%
<b>EBITDA</b>	-7,8	-8,4	-7,4	-3,1
<i>EBITDA-marginal</i>	-156,0%	-132,7%	-59,2%	-11,5%
<b>Nettoresultat</b>	-10,3	-11,1	-10,2	-6,1
<i>Nettomarginal</i>	-205,7%	-176,6%	-82,4%	-22,6%
P/S	9,97	7,94	4,02	1,84
EV/S	9,48	7,55	3,82	1,75
EV/EBITDA	-6,07	-5,69	-6,45	-15,20

# INVESTERINGSIDÉ

Bayn Europe är en svensk utvecklare och producent av sockerersättande produkter från naturliga källor. Bolaget har ett innovationscentrum, Bayn Studio, i Gävle, där Bolaget bland annat hjälper att utbilda små- och medelstora företag kring sockerreducering samt bedriver forskning och utveckling för att ta fram sötade fibrer, som sedan säljs under varumärket EUREBA. Bolaget har historiskt aldrig visat positivt resultat, men har de senaste åren visat en stark omsättningstillväxt. På rullande 12 månader har Bolaget visat en omsättningstillväxt på över 80 %, och Bayns förutsättningar för att växa omsättningen framgent bedöms goda, då Bolaget har en produkt som ligger helt rätt i tiden och då Bolagets ledning har renodlat organisationen kraftig under de två senaste åren. För helåret 2019 estimerar Analyst Group därför en omsättningstillväxt om ca 95,8 %, och för helåret 2020 förväntas försäljningen öka kraftigt, och omsättningen estimeras därför stiga med 97,5 %. Med detta som bakgrund sätts en P/S målmultipel om 6,5x för 2020, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering, vilket motiverar ett pris per aktie om ca 2,62 kr i ett Base scenario.

## Den globala marknaden för sötningsmedel estimeras växa med 6,3 % mellan åren 2018 och 2026

Sötningsmedelsmarknaden är en marknad under tillväxt, drivet av ett ökat hälsofokus bland konsumenter som i högre grad efterfrågar alternativ till socker. Detta gör att den totala marknaden för sötningsmedel, både naturliga och syntetiska källor, estimeras växa med ett CAGR om 6,3 % mellan åren 2018 och 2026, för att år 2026 nå en storlek om 10,3 miljarder SEK.

## Insiderägande om totalt ca 19 % och en erfaren styrelse och ledning

Styrelsen och ledning äger tillsammans ca 19 % av Bolagets utestående aktier, vilket ingjuter ett förtroende för att ledande befattningshavare kommer agera för att skapa aktieägarvärde. De två största ägarna är styrelseordförande Peter Werme, med ett ägande om totalt 12,34 %, samt styrelseledamot tillika Bayns grundare Lucy Dahlgren, som äger 3,94 % av Bolaget. Båda har varit engagerade och storägare i Bolaget under en längre tid. VD Patrik Edström äger ca 1,09 % av Bolaget, och har under året ökat sin position i Bayn. Han har en lång erfarenhet från livsmedels- och varuhandelsbranschen, och den resterande styrelsen och ledningen har en bred erfarenhetsbas, med flera personer med bakgrund som framgångsrika tjänstemän från diverse olika, men för Bayn relevanta, industrier.

## Produkter som ligger helt rätt i tiden

Skiftet bort från socker till nyttigare alternativ är påtagligt i Europa, och kanske särskilt i de delar av livsmedelsmarknaden som Bayn är inriktade på. Bayns fokusområden inom livsmedelsmarknaden är *Indulgence*- och *Lifestyle Foods*. Indulgence Foods är mat som äts för nöjets skull, vilket inkluderar all typ av konfektyr såsom godis, choklad, glass med mera, och Lifestyle Foods är mat som har mer av en mellanmålskaraktär, vilket inkluderar bland annat proteinbars, proteindryck, proteinyoghurt, och mellanmålbar. I båda dessa delar av livsmedelsmarknaden sker ett skifte bort från socker, och det är mycket vanligt att se proteinbars- och proteindryck utan socker eller utan tillsatt socker, och samtidigt blir det också allt vanligare att glassföretagen erbjuder glass utan socker eller utan tillsatt socker. Då Bayn är fokuserade på sockerersättande och sockerreducerande produkter så kommer Bolaget gynnas av trenden bort från socker, särskilt då Bayn är det enda Bolaget i Europa som har en produkt, från naturliga källor, som kan ersätta socker i skala 1:1.

## Goda utsikter för fortsatt omsättningstillväxt och marginalexpansion framgent då Bolaget uppnår skalfördelar

Bayn har konsekvent visat en stark Y-on-Y tillväxt sedan 2016, och förutsättningarna för Bolaget att fortsätta växa framöver ser goda ut, med en växande underliggande marknad, produkter som kapitaliserar på den starka sockerreduceringstrenden, samt en omsättning som kommer från mycket låga nivåer. I takt med att Bolaget växer försäljningen, och därmed omsättningen, kan Bolaget uppnå skalfördelar, då Bayn kan börja köpa in större volymer av råvaror samt producera större volymer av EUREBA. Kostnaden per sålt ton minskar därmed, och mellan åren 2019 och 2023 estimerar Analyst Group att EBIT-marginalen stiger för varje år, och att Bayn når en EBIT-marginal om 6,3 % år 2023.

## Motiverat värde om 2,62 kr per aktie på 2020 års prognos

För räkenskapsåret 2020 estimeras i ett Base scenario en omsättningstillväxt om 97,5 %, vilket tillsammans med en målmultipel om 6,5x P/S ger en motiverad värdering om 2,62 kr aktien. Vid annorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

INSIDERÄGANDE  
OM CA 19 %

SKALFÖRDELAR  
I TAKT MED ATT  
BOLAGET  
VÄXER  
OMSÄTTNINGEN



# BOLAGSBESKRIVNING

BAYN HAR  
FLERA  
VÄLKÄNDA  
KUNDER,  
DÄRIBLAND:



**PÄNDY**

**TWEK**  
SWEETS WITH BENEFITS

Bayn Europe är ett svenskt bolag som arbetar med att utveckla, producera, samt sälja söta fibrer och sötningsmedel från naturliga källor. Bolaget grundades 2009, och har historiskt testat att sälja egna produkter direkt till konsument, B2C, men har sedan VD Patrik Edström tog över under april 2018 ändrat fokus, och är numera endast fokuserade på B2B. Bayn arbetar med två produktområden:

- **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, SIA Glass, Tweek, samt Pandy Protein.
- **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.

Utöver de två ovanstående produktsegmenten tillhandahåller Bayn även tjänster till sina kunder, där Bolaget bland annat hjälper kunder med att skraddarsy och producera sötade fibrer utifrån användningsområde, hjälper kunder att efterleva föreskrifter och lagar, samt hjälper kunder benchmarka konkurrerande produkter.

## Affärsmodell

Bayn tjänar pengar på att sälja EUREBA och NAVIA samt genom de tjänster som Bolaget utför för andra företag. Bolaget säljer både större volymer av sina produkter och mindre, *samples*, som kan bestå av 10-20 kg av den beställda produkten. Både 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.

Framgent förväntas Bayns huvudfokus vara att växa försäljningen av EUREBA-sortimentet, då marginalerna för dessa produkter antas vara högre än för produkterna inom NAVIA-sortimentet, då EUREBA produkterna är egenutvecklade av Bayn.

## 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 produkterna inom EUREBA-sortimentet, samt köper in råvaror för att sälja vidare inom NAVIA-segmentet. En utmaning framöver för Bayn blir att effektivisera sina inköp samt effektivisera sin produktionsprocess, för att på sikt kunna uppnå skalfördelar.

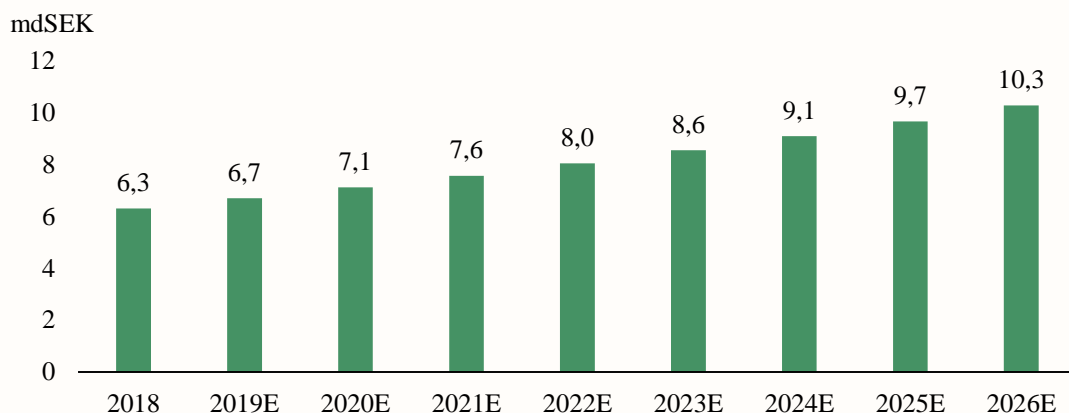
Utöver kostnaderna för sålda varor så är personalkostnader samt övriga externa kostnader de övriga två största kostnadsposterna för Bayn. Personalkostnaderna utgörs huvudsakligen av kostnader för försäljnings- och utvecklingspersonal och de övriga externa kostnaderna består av kostnader för lokalhyra, för kontoret i Stockholm och utvecklingscentrumet i Gävle, kostnader för att vara noterade, samt revisor- och juristkostnader.

# MARKNADSANALYS

Den globala marknaden för sötningsmedel är en marknad under tillväxt, och förväntas visa en CAGR om 6,3 % mellan åren 2018 och 2026. Bayn är 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.

## Bayns underliggande marknad estimeras växa framgent

Estimerad tillväxt för marknaden för sötningsmedel



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

Källa: Fortune Business Insights

## 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 med 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

# FINANSIELL PROGNOIS

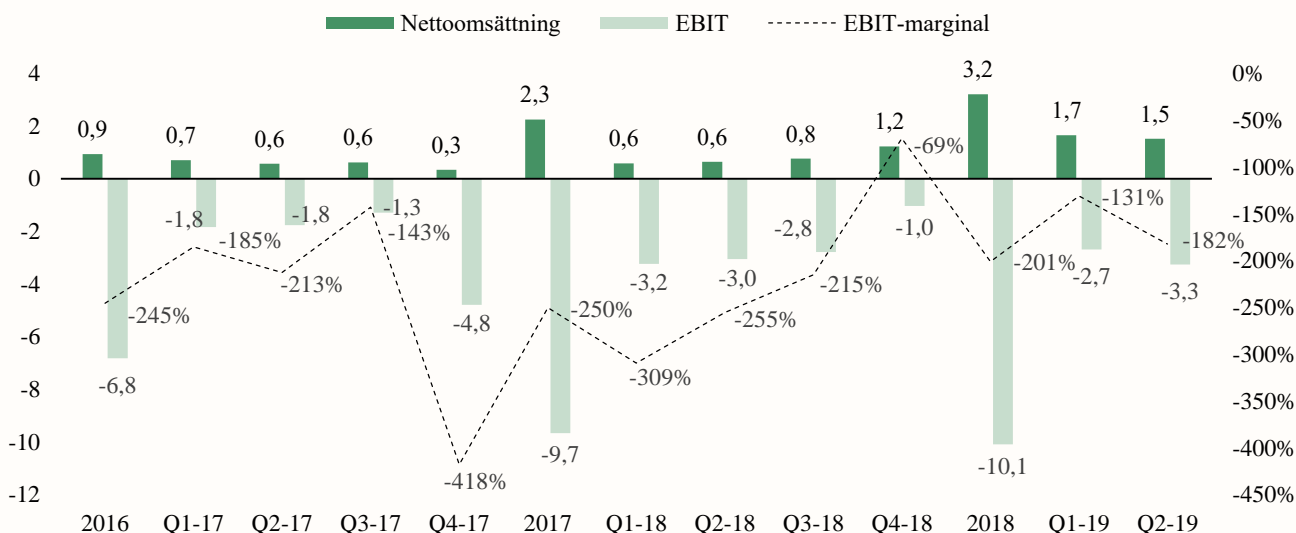
## Bolaget har historiskt visat på god omsättningstillväxt

Bolaget har historiskt sett haft en varierande, men sett över tid, ökande omsättning, som har stigit från låga nivåer. Bolaget har presterat en CAGR om 36,3 % mellan åren 2013 och 2018, och omsättningen har stigit kraftigt mellan 2016 och 2018, och ser även ut att växa kraftig mellan helåren 2018 och 2019.

För räkenskapsåret 2018 så hade bolaget en omsättningsökning på ca 42,7 % från föregående år. Kvartalsmässigt har Bolaget, kvartal till kvartal, nu haft omsättningstillväxt i de senaste 6 kvartalerna, och Bayn har visat mycket stark tillväxt i de senaste två kvartalerna för 2019.

### Hög omsättningstillväxt Q-on-Q för de två första kvartalerna 2019

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Källa: Bayn Europe

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 omsättning stiger.

## Omsättningsprognos för räkenskapsåren 2019 till 2023

För helåret 2019 estimeras Bayn växa omsättningen med 95,8 %, och visa en omsättning om ca 6,3 miljoner SEK, och med totala intäkter om 8,2 miljoner SEK. Denna tillväxt är driven av att Bolaget lyckas sluta strategiska kundavtal och ta flera stora orders under år 2019. Under 2020 förväntas Bolaget fortsätta exekvera på sin tillväxtstrategi, och Bolaget satsar hårt på sitt EUREBA sortiment. Bayn bedöms kapitalisera på trenden att konsumenter efterfrågar glass med ekologiska råvaror samt med mindre kalorier, och förväntas ta nya kunder inom glassindustrin. Under år 2020 väntas Bayn även släppa en sockerersättande konsumentprodukt, för att öka kännedomen om EUREBA och utbilda konsumenter i hur det kan användas istället för socker. Ovanstående resulterar i en estimerad omsättningstillväxt om 97,5 % för år 2020.

Under 2021 accelererar tillväxten i omsättningen, och Bayn förväntas mer än dubbla omsättningen år 2021 från föregående år, med en estimerad omsättningsökning om ca 118 %. Detta drivs av att EUREBA börjar bli ett allmer känt varumärke, samt då den danska glassleverantören Paradis Glass lanserar ett sortiment glass med EUREBA i sina glassbutiker. Samtidigt så minskar bruttomarginalen något, då efterfrågan på Bolagets produkter överstiger den rådande produktionskapaciteten, vilket gör att Bayn tvingas investera i utökad produktionskapacitet, vilket leder till att kostnaden för sålda varor stiger något.

Under åren 2022 och 2023 estimeras Bayn fortsätta växa, drivet av att Bolaget investerar mer i marknadsföring för att bearbeta den Nordiska marknaden. Bolaget börjar därutöver även uppnå skal-fördelar, vilket gör att bruttomarginalen stiger under både år 2022 och år 2023. Omsättningstillväxten för åren 2022 respektive 2023 uppgår till ca 92,1 % och ca 72,4 %.

**ESTIMERAD  
OMSÄTTNINGSS-  
TILLVÄXT OM  
97,5% FÖR 2020**

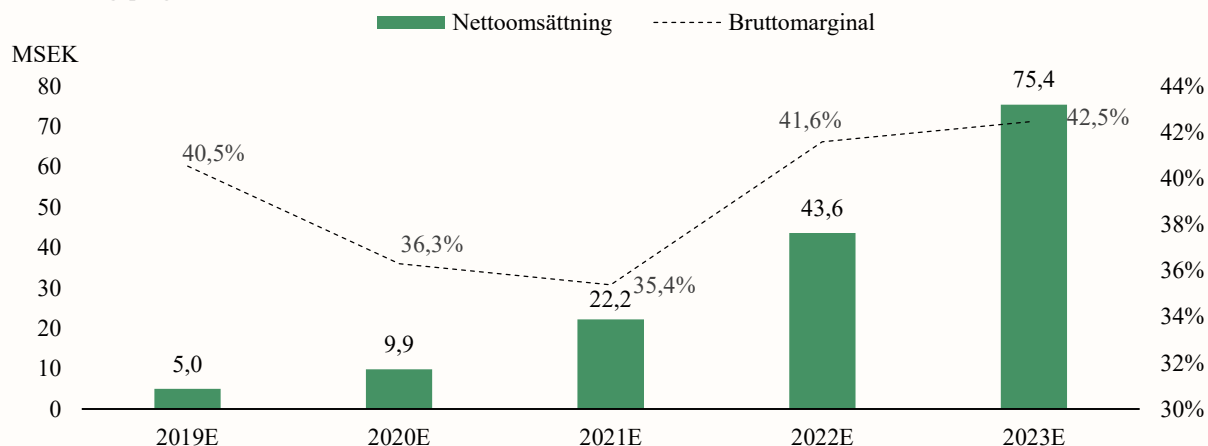


# FINANSIELL PROGNOSES

Den prognostiserade omsättningen mellan åren 2019 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 realiserar skalfördelar**

Omsättningsprognos för helår



Källa: Analyst Group prognos

## Kostnadsprognos för räkenskapsåren 2019 till 2023

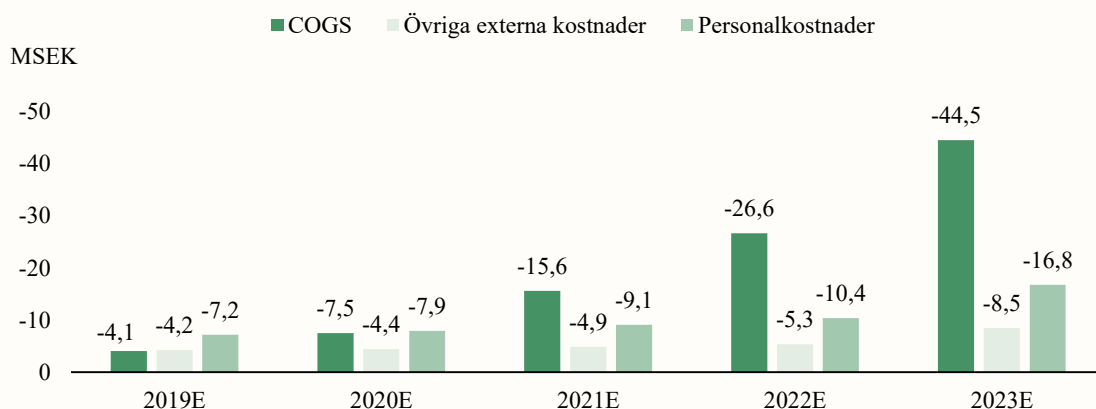
Kostnad sålda varor (COGS i grafen nedan) kommer öka i linje med att Bolaget ökar sålda volymer av EUREBA och NAVIA, där EUREBA estimeras vara det produktområde som huvudsakligen driver de sålda volymerna och därmed kostnaden för sålda varor. Denna kostnadspost estimeras öka kraftigt mellan år 2019 och 2023, men ökar i en lägre takt än omsättningen då Bolaget realiserar skalfördelar.

För att Bayn ska kunna expandera, samt i takt med att Bolaget expanderar, så bedöms behovet av att anställa ytterligare personal uppstå. Bolaget bedöms främst behöva anställa ytterligare försäljningspersonal och utvecklare, för att kunna öka sin marknadsföring, skala upp sina sålda volymer, samt effektivisera sin produktionsprocess. Analyst Group bedömer att Bayn kommer gå från dagens 9 heltidsanställda, till att vara mellan 18-20 anställda vid utgången av år 2023. Detta gör att personalkostnaderna estimeras öka för varje år mellan 2019 och 2023. De övriga externa kostnaderna estimeras stiga i linje med att Bayn växer som bolag, men bedöms framgent vara den minsta kostnadsposten, och beräknas stiga från 4,2 miljoner SEK till 8,5 miljoner SEK mellan åren 2019 och 2023.

**KOSTNADERNA  
ÖKAR I LÄGRE  
TAKT ÄN  
OMSÄTTNINGEN**

**De huvudsakliga kostnadsdrivarna ökar framgent.**

COGS, övriga externa- och personalkostnader



Källa: Analyst Group prognos

# FINANSIELL PROGNOSES

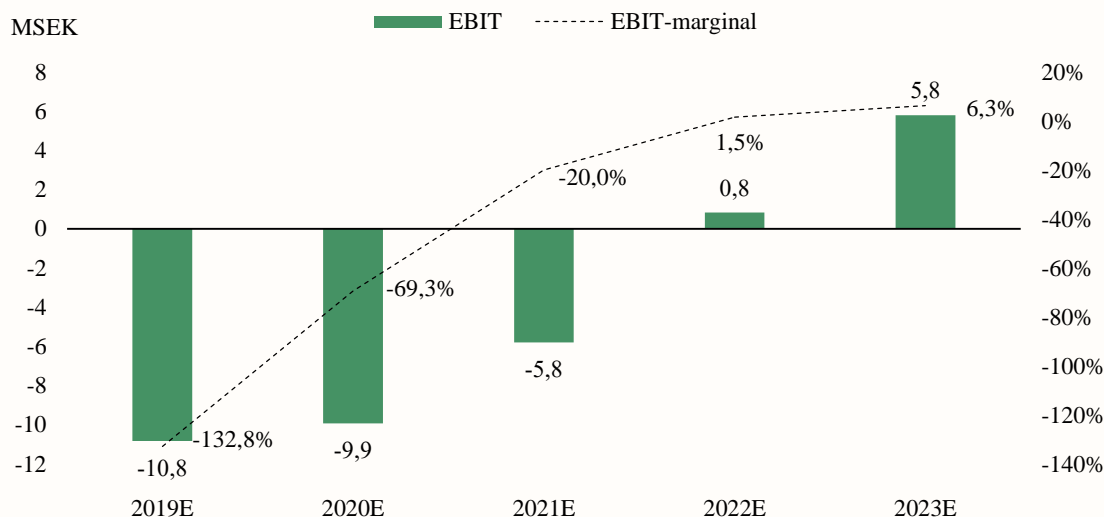
## EBIT-marginalen beräknas stiga i linje med att Bolaget växer omsättningen

Sedan 2017 har Bayn visat en stigande EBIT-marginal, om än dock från väldigt låga nivåer, där marginalen gått från ca -250 % år 2017 till ca -137 % på rullande 12 månader. Framgent förväntas marginalen stiga från år till år, då Bolaget ökar omsättningen i en högre takt än kostnaderna. Detta drivs av skalfördelar från ökad volym i produktionen, samt bättre kostnadskontroll från Bolaget. Bayn har också genomgått en renodling sedan nuvarande VD Patrik Edström tillträde, där dotterbolag har avyttrats och interna processer och strukturer förändrats, vilket gjort Bolaget till en mer effektiv organisation. Bolaget estimeras nå break-even under år 2022, med en EBIT-marginal om 1,5%, som sedan estimeras stiga till 6,3% under år 2023. Framåtblickande efter år 2023 så ser Analyst Group ännu högre rörelsemarginaler som möjliga för Bayn, i takt med att kännedomen kring EUREBA ökar och Bolaget uppnår ytterligare skalfördelar i produktionen.

EBIT-  
RESULTATET  
STIGER  
KRAFTIGT

## EBIT-resultatet estimeras öka kraftigt mellan åren 2019 och 2023

EBIT-resultat och EBIT-marginal



Källa: Analyst Group prognos

Följande tabell är en summering av gjorda Base scenario prognoser på kvartals- och årsbasis för 2019 till 2023.

Analyst Group Base scenario	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	6,3	12,4	27,1	52,1	89,8
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
<b>Totala intäkter</b>	<b>8,2</b>	<b>14,3</b>	<b>29,0</b>	<b>54,1</b>	<b>91,8</b>
COGS	-5,1	-9,4	-18,2	-32,5	-54,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>10,8</b>	<b>21,6</b>	<b>37,6</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>37,0%</i>	<i>34,5%</i>	<i>37,2%</i>	<i>39,9%</i>	<i>41,0%</i>
SG&A	-11,4	-12,3	-13,9	-18,0	-28,9
<b>EBITDA</b>	<b>-8,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>8,7</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-102,6%</i>	<i>-51,4%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>9,4%</i>
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9
<b>EBIT</b>	<b>-10,8</b>	<b>-9,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>0,8</b>	<b>5,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-132,8%</i>	<i>-69,3%</i>	<i>-20,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>6,3%</i>
Finansnetto	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-11,1</b>	<b>-10,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>0,5</b>	<b>5,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-11,1</b>	<b>-10,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>4,2</b>
<i>Nettomarginal</i>	<i>-136,5%</i>	<i>-71,5%</i>	<i>-21,1%</i>	<i>0,7%</i>	<i>4,6%</i>

# VÄRDERING

Nyckeltal	2017	2018	12R*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	139,6%	42,7%	82,4%	95,8%	97,5%	118,0%	92,1%	72,4%
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	62,3%	37,0%	34,5%	37,2%	39,9%	41,0%
EBITDA-marginal	-200,2%	-156,0%	-65,5%	-102,6%	-51,4%	-10,8%	6,7%	9,4%
EBIT-marginal	-250,3%	-201,1%	-136,6%	-132,8%	-69,3%	-20,0%	1,5%	6,3%
Nettomarginal	-259,0%	-205,7%	-138,8%	-136,5%	-71,5%	-21,1%	0,7%	4,6%
P/S	21,9	15,3	8,4	7,83	3,96	1,82	0,95	0,55
EV/S	21,2	14,9	8,2	7,60	3,85	1,77	0,92	0,53
EV/EBITDA	-6,2	-6,1	-10,2	-5,73	-6,50	-15,31	13,31	5,52
EV/EBIT	-5,0	-4,7	-4,9	-4,42	-4,82	-8,26	57,75	8,25
P/E-tal	-4,9	-4,8	-5,0	-4,43	-4,81	-8,04	133,55	11,65

\*12R = 12 månader rullande

För att ge perspektiv på Bayns värdering så jämförs Bolaget med Alvestaglass, som är inriktade på försäljning av produkter inom *Lifestyle*- samt *Indulgence Food* segmenten av livsmedelsbranschen, vilket är samma slutmarknad som för Bayns produkter.



**Alvestaglass** (pågående namnbyte till **Lohilo Foods**), grundat år 1979, är ett svenskt bolag som är aktivt inom glassindustrin. Bolaget äger flera varumärken, där de mest välkända är AlvestaGlass, Lohilo, Svenska Glassfabriken, samt Järnaglass. Utöver detta äger bolaget även tillverknings- och distributionsrättigheterna till Nick's, som är ett sortiment av glass utan tillsatt socker, samt även för Häagen-Dazs i Sverige. Alvestaglass säljer sin glass till livsmedelsbutiker, samt direkt till konsument genom sin hemsida. Bolaget har i dagsläget verksamhet i Norden, Baltikum, samt Polen, och har gått från 35 till 60 anställda mellan 2017 och 2019.

Alvestaglass är ej noterat på någon publik marknad, men planerar att notera sig på NGM eller First North under år 2020, i dagsläget går aktien att handla på Pepins Market. Alvestaglass har ett marknadsvärde om ca 230 miljoner SEK, och har de senaste åren stigit kraftigt i värde, och omsättningen har ökat från ca 8,6 miljoner SEK år 2010 till över 120 miljoner SEK på rullande 12 månader. Bolaget arbetar aktivt med att förvärva bolag som är aktiva inom glassmarknaden, samt jobbar även med att expandera sin produktportfölj utanför glassområdet, bland annat med vitamindrycker. Alvestaglass har som målsättning att vara en ledande nordisk aktör inom Indulgence- och Lifestyle Food inom de kommande åren samt att nå en omsättning på 1 miljard SEK år 2024.

P/S	EV/S	Brutto- marginal
1,80	2,10	50,00%

# VÄRDERING

## Jämförelse av Bayn Europe och Alvesta Glass

12R	Bayn Europe	Alvestaglass
Omsättningstillväxt	82,37%	1,65%
Bruttomarginal	62,25%	50,00%
EBITDA-marginal	-65,53%	0,9%
EBIT-marginal	-136,63%	1,88%
Nettomarginal	-138,76%	-4,3%
P/S	8,41	1,80
EV/S	8,16	2,10
EV/EBITDA	-10,18	233,00
EV/EBIT	-4,88	-113,00
P/E	-4,95	-42,30

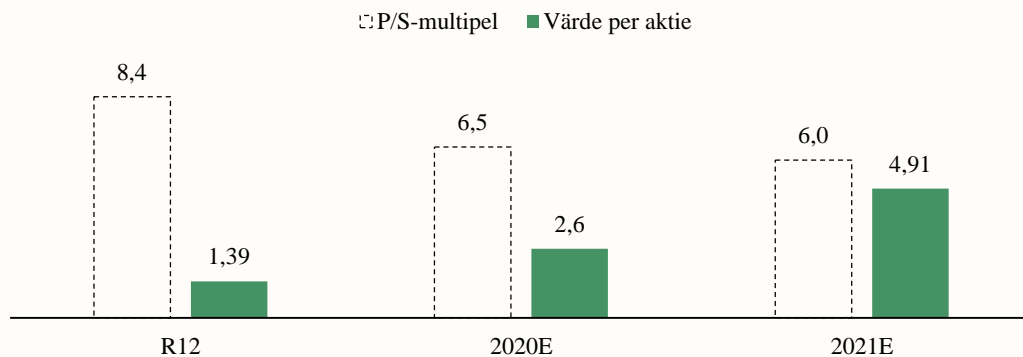
Bayn handlas i nuläget till en tillväxtvärdering, om ca 7,6x P/S och Alvestaglass har en P/S-multipel om ca 1,8x. Detta blir dock missvisande, då Bayn i större utsträckning värderas baserat på Bolagets framtida utsikter, och då Bolagets omsättningsnivåer ännu är mycket låga. Därför blir det svårt att rakt av jämföra P/S-multipeln med Alvestaglass, eftersom det är ett mer moget Bolag, mer fokuserat på B2C än B2B, samt har andra tillväxtsiffror och marknadspotential.

Om fokus istället riktas på vart Alvestaglass befinner sig just nu, i termer av omsättning och tillväxtutsikter, så estimerar Analyst Group att Bayn skulle kunna befinna sig i en liknande position inom 5-7 år. Alvesta Glass handlas med största sannolikhet till en rabatt i dagsläget, då bolaget inte är börsnoterat. Om Alvestaglass var börsnoterat skulle bolaget handlas med värderingsmultiplar omkring 3-4x P/S, enligt Analyst Groups estimering. Då Bayn är mer av en B2B aktör, samt aktiva inom en mindre kommodifierad marknad, anser Analyst Group att Bayn skulle rättfärdigas en liknande, eller något högre P/S-multipel än Alvestaglass, om de befann sig i en liknande position. Med detta som bakgrund, om Bayns framtida värde diskonteras till ett nutida värde, så ger det en aktiekurs om 2,62 kr per aktie i ett Base scenario, till en P/S-multipel om 6,5x, på 2020 år prognoser. I takt med att Bayn sedan mognar som bolag så motiveras en något lägre P/S-multipel om 6,5x år 2021, vilket ger ett värde om 4,9 kr per aktie.

**2,62 KR PER  
AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO**

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

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



Källa: Analyst Group prognos

# BULL & BEAR

## Bull scenario

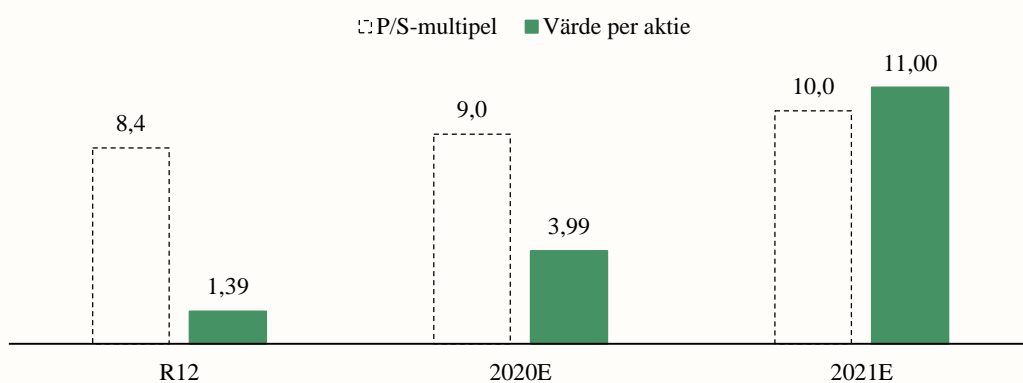
I ett Bull scenario för 2020 estimeras Bayn visa en omsättningstillväxt om ca 108 %, vilket i kombination med god kostnadskontroll gör att förlusten minskar från året innan. Omsättningsökningen drivs av att Bayn lanserar en konsumentprodukt, att både EUREBA och NAVIA segmenten visar tillväxt, samt att Bolagets tjänstedel växer kraftigt.

År 2021 bedöms bli ett genombrottsår för Bayn i ett Bull scenario, och omsättningen estimeras nästintill tredubblas, och växer från 13,8 MSEK till 37 MSEK. Omsättningsökningen drivs främst av EUREBA produktsortimentet, som får stor genomslag inom flera industrier. Med bakgrund av den kraftiga omsättningsökningen och en god kostnadskontroll så gör Bayn sitt första positiva resultat för helåret 2021.

I ett Bull scenario appliceras en P/S-multipel för 2020 om 9x på Bayns aktie, vilket ger ett värde per aktie om 3,99 kr. För 2021 appliceras en P/S-multipel om 10x vilket resulterar i ett värde per aktie om ca 11 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

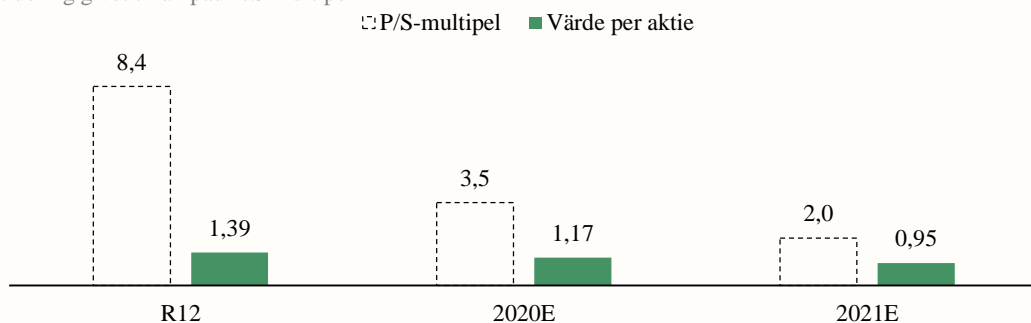
I ett Bear scenario för år 2020 så estimeras Bayn fortsätta ta orders och sälja in EUREBA med fokus på glassindustrin, vilket gör att omsättningen estimeras växa med 67,1%. Bayns kostnadskontroll förblir dock svag, och även om omsättningen estimeras växa i en högre takt än kostnaderna så ökar Bolagets förlust år 2020 från föregående år, då kostnadsbasen kommer från höga nivåer.

Under 2021 fortsätter Bayn växa omsättningen, men Bolagets produkter säljs inte i nog höga volymer för att göra Bolaget nära vinstdrivande. Förlusten på sista raden är mindre än under 2020, och landar på ca -11 MSEK, men Bolagets finansiella situation tvingar dem att göra nyemission.

I ett Bear scenario rättfärdigar Bolagets prestation en lägre värdering än i ett Base scenario. P/S-multiplar om 3,5x och 2x sätts på Bayn för 2020 respektive 2021 i ett Bear scenario, vilka indikerar en aktiekurs om ca 1,17 kr för år 2020, och en aktiekurs om 0,95 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

**3,99 KR PER  
AKTIE I ETT  
BULL SCENARIO**

**1,17 KR PER  
AKTIE I ETT  
BEAR SCENARIO**



# VD-INTERVJU, PATRIK EDSTRÖM



## Hur skulle du, med egna ord, pitcha Bayn som investering idag?

Bayn har gått från klarhet till klarhet. Vi har levererat sedan vi organiserade om bolaget i 2018. Kommersiellt genombrott 2018, produktionsuppskalering samma år, e-marknadsföring och business-automation, samt ISO 9001-certifiering i år. Bayn är undervärderat sett till potentialen och vad som har utträttats. Nu kommer tillväxt-resan!

## Vilka ser ni som era största konkurrenter i nuläget? Hur skiljer sig ni från dessa konkurrenter? Vad är Bayns styrka?

Två stora USP:ar: 1. Normalt är att man sötar med socker; våra produkter är producerade på råvaror från naturligt ursprung. 2. Vår sötade fibrer ersätter socker i förhållandet 1:1. Högintensiva sötningsmedel är ofta flera hundra gånger starkare än socker (och vår produkt), därför måste en användare av konkurrenternas material ofta utveckla sin vara till dryga kostnader; med vår produkt kan dessa kostnader sparas in.

## Ni har renodlat bolaget de senaste två åren. Vad är största skillnaden(erna) i Bayn nu jämfört med när du började arbeta operativt i Bayn under 2017?

Vi är mer fokuserade och har lättare att leverera. Vår utvecklingsavdelning har alltid fungerat utmärkt och när nu även volymerna ökar är det viktigt att alla funktioner i leveranskedjan fungerar som de skall. Dessutom involveras teknikerna i högre grad i arbetet ute hos kunderna, där var de inte så ofta tidigare.

## Framöver, vilka faktorer är avgörande för att ni ska kunna växa verksamheten?

Att vi realiserar skalfördelarna och det sker genom utveckling av produktions-processen. Dessutom kommer vi åt bättre råvarupriser med stigande volymer. För att komma dit utvecklar vi nu produktionsprocessen för att passa en produktion i större skala. Mycket större skala.

## Vad innebär övergången från ett "ingrediensbolag" till ett "kunskapsbolag" rent konkret för Bayn?

Det innebär att vi går från en kommoditiserad råvara som säljs över priset till en specialiserad produkt som erbjuder en problemlösning och därmed blir priset en mindre viktig fråga. På detta viset får vi bättre utväxling på vårt tekniska kunnande och kan leverera mer "value creation" till våra kunder.

## Finns det några flaskhalsar som kan komma att hindra Bayn från att växa sin försäljning framgent? Hur jobbar ni för att komma runt dessa?

Sedan vi har fått renodlat organisationen och säkrat finansieringen är det supply-chain som är den stora utmaningen. Men vi har en lösning även där. Vi har två finansieringar i botten; en som hanterar burn-rate och en som hanterar tillväxt, det vill säga materialinköp och produktionskostnader. I och med detta och med bra "spend-control" vet vi att vi har likviditet i över ett år framåt. Vid det laget räknar jag med att marginalerna har ökat så pass att vi kan stå på egna ben.

# 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 510 022 st (1,64%) samt 3 828 807 st (10,79 %) 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 blev av VD-rollen tog hon en plats i styrelsen, i mars 2018.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 399 483 st (3,94%).**



## Chatarina Schneider, Styrelseledamot

Chatarina är utbildad civilingenjör inom kemi från Linköpings Tekniska Högskola. Hon har en lång erfarenhet inom kemibranschen, och jobbade i över 20 år för AkzoNobel. På AkzoNobel innehade hon en rad olika chefsroller, där hon har bland annat ledde team inom affärsledning, marknadsföring, samt försäljning. Hon har suttit i styrelsen sedan 2017, och är i nuläget VD för kemibolaget AmphoChem Group.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): privat 17 677 st (0,03%) samt 410 703 st (1,13 %) genom bolag.**



## 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 (0,07%).**

# LEDNING & STYRELSE

---



## Patrik Edström, VD för Bayn Europe

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): 388 133 st (1,09%).**



## Richard Murray, CFO

Richard har mångårig erfarenhet från ledningsbefattningar inom olje-, pharma- och biotechindustrin, både som CFO och som verksamhetsutvecklare. På senare år har han arbetat med det egna konsultbolaget som plattform. Richard har en MBA och är auktoriserad revisor. CFO på Bayn Europe sedan 2019.

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



## Maria Billing, Head of Accounting, HR and Administration

Maria är utbildad vid Stockholms Universitet samt Frans Schartaus Handelsinstitut. Hon har en lång erfarenhet från olika ekonomirelaterade roller inom små- och medelstora bolag, och har bland annat arbetat som ekonomi- och HR-chef på Pirelli Tyre Nordic samt i motsvarande roll på ITAB Sintek. Därutöver har hon även innehaft chefsroller inom Norsk Hydro samt Consilium, samt arbetat som redovisningsekonom för ett flertal globala organisationer. Hon har arbetat i nuvarande roll i Bayn sedan september 2016.

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



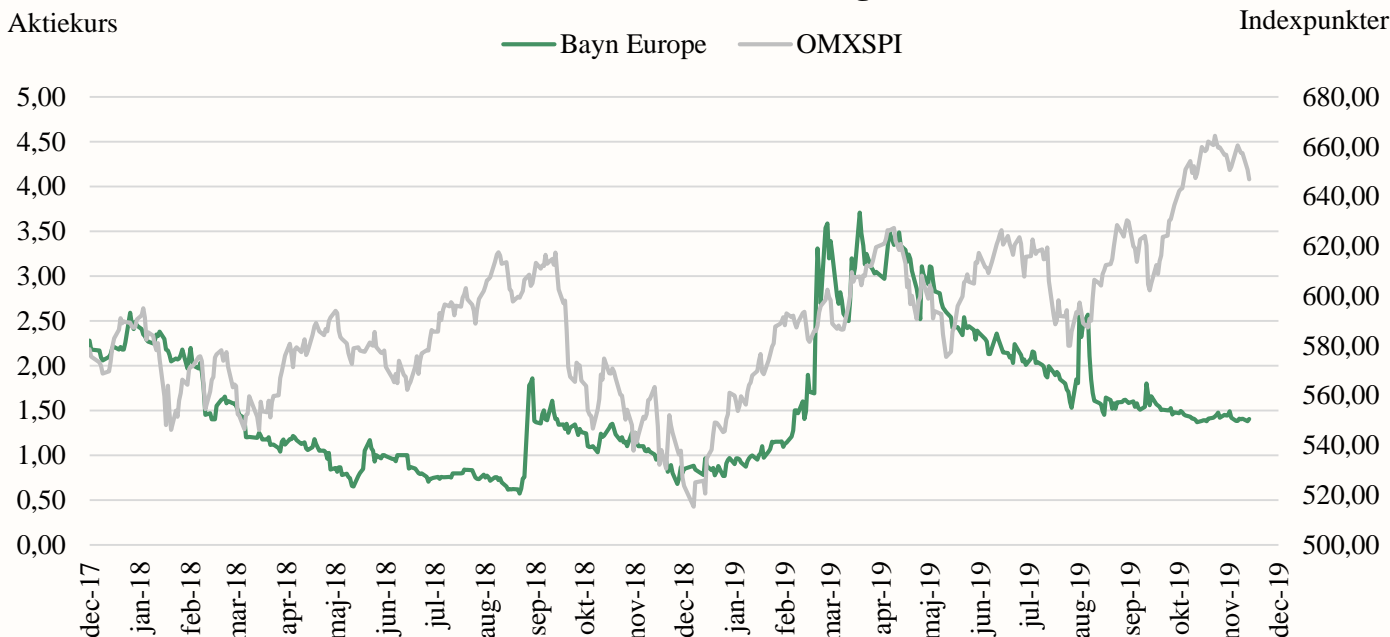
## Mats Källqvist, Sales and Marketing Director & VD för Bayn Brands

Mats är utbildad inom B2B marketing från IHM Business School, och har en lång bakgrund inom försäljning. Han har bland annat arbetat som Marketing Manager på Heidelberger Druckmaschinen och på Canon Svenska AB, samt varit VD för Visutech, där han vände företaget från förlust till att bli vinstdrivande. Han har arbetat i Bayn Europe som Sales and Marketing Director sedan april 2018 samt varit VD i Bayn Brands sedan juni 2018.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 3000 st (0,0085%).**

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



Historiska siffror	2016	2017	2018	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19
Nettoomsättning	0,9	2,3	3,2	0,7	0,6	0,6	0,3	0,6	0,6	0,8	1,2	1,7	1,5	0,0
Aktiverat arbete för egen räkning	1,4	1,2	1,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>
KSV	-1,2	-2,0	-1,3	-0,5	-0,3	-0,1	-1,1	-0,8	-0,7	-1,0	1,2	-1,6	-1,5	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>
Bruttomarginal	57,7%	48,6%	73,4%	51,3%	63,8%	86,5%	5,7%	22,1%	36,5%	21,0%	183,6%	22,4%	15,7%	0,0%
SG&A	-8,3	-9,6	-11,5	-2,3	-2,2	-2,0	-3,1	-3,0	-3,0	-2,5	-3,0	-2,6	-3,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,0</b>
EBITDA-marginal	-240,4%	-200,2%	-156,0%	-178,0%	-203,8%	-134,3%	-268,4%	-261,5%	-213,4%	-176,3%	-18,4%	-103,4%	-150,6%	0,0%
Avskrivningar	-0,1	-1,9	-2,3	-0,1	-0,1	-0,1	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-0,6	-0,6	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-6,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>-10,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,0</b>
EBIT-marginal	-245,4%	-250,3%	-201,1%	-185,3%	-212,7%	-142,9%	-417,8%	-309,4%	-255,3%	-215,0%	-69,5%	-131,0%	-182,3%	0,0%
Finansnetto	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-6,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,0</b>
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	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-6,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,0</b>
Nettomarginal	-249,0%	-259,0%	-205,7%	-187,8%	-215,5%	-144,5%	-441,7%	-311,2%	-268,4%	-210,8%	-77,0%	-131,7%	-182,9%	0,0%

## APPENDIX

Analyst Group Bull scenario	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	6,6	13,8	37,0	73,1	141,2
Aktiverat arbete för egen räkning	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Totala intäkter</b>	<b>8,5</b>	<b>15,7</b>	<b>39,0</b>	<b>75,1</b>	<b>143,2</b>
COGS	-5,3	-10,2	-22,3	-47,8	-89,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,3</b>	<b>5,6</b>	<b>16,7</b>	<b>27,3</b>	<b>53,7</b>
<i>Bruttomarginal</i>	38,0%	35,4%	42,8%	36,4%	37,5%
SG&A	-11,4	-12,1	-13,4	-21,6	-38,7
<b>EBITDA</b>	<b>-8,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,8</b>	<b>14,9</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-95,1%	-41,5%	8,6%	7,7%	10,4%
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9
<b>EBIT</b>	<b>-10,6</b>	<b>-9,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>12,0</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-123,9%	-57,8%	1,8%	4,0%	8,4%
Finansnetto	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>11,7</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,6	-2,6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>9,1</b>
<i>Nettomarginal</i>	-127,4%	-59,8%	0,9%	2,8%	6,4%
Analyst Group Bear scenario	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	6,0	10,1	15,0	22,3	29,5
Aktiverat arbete för egen räkning	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,8</b>	<b>11,9</b>	<b>16,8</b>	<b>24,1</b>	<b>31,4</b>
COGS	-5,0	-7,6	-10,3	-13,3	-15,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,5</b>	<b>10,8</b>	<b>16,0</b>
<i>Bruttomarginal</i>	36,3%	36,1%	38,9%	44,8%	50,8%
SG&A	-11,6	-12,3	-13,6	-15,6	-18,6
<b>EBITDA</b>	<b>-8,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,7</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-112,0%	-67,3%	-41,9%	-19,8%	-8,4%
Avskrivningar	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>-11,3</b>	<b>-10,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,6</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-144,8%	-89,7%	-58,4%	-31,7%	-17,9%
Finansnetto	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
<b>EBT (Res. före skatt)</b>	<b>-11,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,0</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-11,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,0</b>
<i>Nettomarginal</i>	-148,6%	-92,4%	-60,4%	-33,2%	-19,1%



# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://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 Europe 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

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)