

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



BAYN EUROPE

Bayn bygger en ledande Food-Tech koncern

2020-07-03

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 Food-Tech bolag som utvecklar och säljer sötade fibrer och sötningsmedel samt *functional*- och *protein-enhanced foods* produkter. Inom råvarudelen säljer Bayn produkterna: EUREBA, egenutvecklade sockerersättande sötade fibrer, samt NAVIA, sötningsmedelsråvaror. Inom *functional*- och *protein-enhanced foods* produktområdet säljer Bolaget produkter under varumärkena Pändy och Tweek, och säljer bland annat sockerreducerat godis, proteinbars, proteinchips, och sockerfria veganska energidrycker. Bayn och Pändy slogs samman i enlighet med den extra bolagsstämman den 11 mars 2020, och Bayn är i nuläget i processen att förvärva Tweek, ett ledande bolag inom sockerreducerat godis, där Bayn kommer tillträda Tweeks aktier senast den 28 augusti 2020, givet godkännande på extra bolagsstämma.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5-6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell Prognos	11-13
Värdering	14-15
Bull & Bear	16
VD-intervju	17
Ledning & Styrelse	18-19
Appendix	20-21
Disclaimer	22

VÄRDEDREVARE

8 av 10

Den sammanslagna koncernen med Bayn och Tweek 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 då Bolaget kommer ha en ledande ställning på den snabbväxande marknaden för sockerreducerat godis. Bayn och Tweek kommer tillsammans också bilda en starkare och större organisation, med bättre förhandlingskraft vid ingående av nya affärer, samt med möjligheten att addera ytterligare företag till koncernen över tid.

HISTORISK LÖNSAMHET

4 av 10

Bayn har historiskt visat negativt rörelseresultat för varje år som Bolaget varit operativt, och visar även negativt rörelseresultat på rullande 12 månader. Framgent ser dock möjligheterna för lönsamhet bättre ut, då den sammanslagna organisationen av Bayn och Tweek förväntas kunna realisera synergier och kostnadsbesparingar, samt då Tweek estimeras visa positivt rörelseresultat för helåret 2020. Risken för rekaptalisering efter år 2020 drar dock ner betyget.

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. Ägarbilden 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 3,04 % av kapitalet.

RISKPROFIL

6 av 10

Riskprofilen i den blivande organisationen med Bayn och Tweek tillsammans bedöms som hög, men som betydligt lägre än tidigare då Bayn stod på egna ben. Bayn är olönsamt baserat på senaste tillgänglig information, medan Tweek visade lönsamhet under sitt senaste bokförda och publika räkenskapsår. Lönsamheten för Baynkoncernen estimeras stiga framgent, och givet den finansiering om 38 MSEK som Bayn säkrade i maj 2020, så bedöms den finansiella risken vara på den lägsta nivån sedan Bayn noterades under november år 2014.

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 EUROPE (BAYN)

BAYN BYGGER EN LEDANDE FOOD-TECH KONCERN



Bayn Europe är en svensk utvecklare och producent av sockerersättande och sockerreducerade produkter, som bedriver forskning och utveckling i sitt innovationscentrum, Bayn Studio, i Gävle. Bolaget har historiskt aldrig visat positivt resultat, men har de senaste åren haft en stark omsättningstillväxt. Under 2019 visade Bolaget en omsättningstillväxt på över 85 %, och Bayns förutsättningar för att öka omsättningen framgent bedöms som goda. Dels på grund av en ökad kontroll över hela värdekedjan och förstärkta möjligheter för korsförsäljning, efter förvärven av Pändy Foods och Tweek, dels då Bolagets pågående M&A strategi förväntas driva kraftigt ökad försäljningstillväxt. På sikt väntas även marginalerna för Baynkoncernen som helhet förbättras kraftigt, i takt med att Bolaget realiserar synergieffekter och förvärvar lönsamma företag. För helåret 2020 estimerar Analyst Group därför en kraftigt stigande försäljning, och en omsättningstillväxt om ca 695 % för Bayn, i samband med att Pändy Foods och, senare på året, Tweek, blir en del av Bolaget. Med detta som bakgrund sätts en P/S målmultipel om 10,0x för 2020, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering, vilket motiverar ett pris per aktie om ca 5,88 kr i ett Base scenario.

▪ 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. Under år 2015 lanserades en målsättning om att minska användandet av tillsatt socker med 10 % inom EU fram till år 2020. Bayn är mycket väl positionerat för att kapitalisera på den underliggande sockerreducerings-trenden, dels i form av Tweeks och Pändys sockerreducerade och sockerfria produkter, dels genom Bolagets sockerersättande råvaruprodukter, som har ingen till extremt liten påverkan på blodsockernivåer.

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

Förvärvet av Tweek visar tydligt att Bayn är seriösa med sina uttalade ambitioner att bygga en ledande Food-Tech koncern, och Analyst Group bedömer att det huvudsakliga fokuset för Bayn framgent kommer vara att fortsätta växa organisationen med nya förvärv och realisera synergieffekter inom koncernen. I och med förvärvet av Tweek får Bayn en ledande position inom marknaden för sockerreducerat godis, och givet att marknaderna som Bayn är verksamma inom är kraftigt fragmenterade, med många mindre aktörer, ser möjligheterna för framtida kompletterande förvärv goda ut.

▪ Skalfördelar leder till stigande rörelsemarginal (EBIT) på sikt

I takt med att Bayn växer som koncern förväntas Bolaget kunna skala upp produktionen, och åstadkomma skalfördelar. Detta, tillsammans med att Bayn i framtiden bedöms förvärva ett produktionsbolag eller starta upp egen produktion, estimerar Analyst Group kommer leda till stigande marginaler. Bolaget bedöms nå en positiv EBIT-marginal om 4,7 % år 2022 enligt Analyst Groups estimat.

AKTIEKURS | 4,44 kr
VÄRDERINGSINTERVALL
BEAR
3,82 kr
BASE
5,88 kr
BULL
7,62 kr

BAYN EUROPE (BAYN)	
Senast betalt (2020-07-02)	4,44
Antal Aktier	85 662 115
Market Cap (MSEK)	380,34
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	3,57
Enterprise Value (MSEK)	383,91
V.52 prisintervall (SEK)	1,04 – 4,98
Lista	Nasdaq First North

UTVECKLING	
1 månad	54,97 %
3 månader	162,88 %
1 år	-101,17 %
YTD	209,39 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BAYN EUROPE)	
Seved Invest (Thomas Petrén)	14,39 %
Semroen AB (Simon Petrén)	7,06 %
Deck Af Lilja AB (Tommy Jönsson)	6,76 %
Mikael Pettersson (via Dita Invest AB & Danica Pension)	6,55 %
Första Entreprenörsfonden	4,56 %
Plesner Capital Ltd (Jörgen Larsson)	3,04 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Patrik Edström
Styrelseordförande	Peter Werme

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q2 2020	2020-08-26

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E	2021E
Omsättning	3,2	6,0	47,4	84,7
<i>Omsättningstillväxt</i>	42,7%	85,3%	694,9%	78,7%
Bruttoresultat	3,7	2,1	19,0	35,2
<i>Bruttomarginal</i>	73,4%	29,7%	37,6%	39,4%
EBIT	-10,1	-15,2	-11,8	-5,4
<i>EBIT-marginal</i>	-201,1%	-212,1%	-23,4%	-6,0%
Nettoresultat	-10,3	-15,3	-11,9	-5,5
<i>Nettomarginal</i>	-205,7%	-213,2%	-23,6%	-6,2%
P/S	15,3	12,4	7,8	4,4
EV/S	14,9	12,1	7,9	4,4
EV/EBITDA	-6,1	-5,6	-40,3	-133,7

INVESTERINGSIDÉ

Bayns underliggande marknader växer starkt

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

Insiderägande om totalt ca 42% och en erfaren styrelse och ledning

INSIDERÄGANDE
OM CA 42%

Samtliga i Bayns styrelse och ledning äger aktier i Bolaget, och styrelsen och ledningen äger tillsammans totalt ca 42 % av Bolagets utestående aktier. Detta ingjuter ett starkt förtroende för att ledande befattningshavare kommer agera för att skapa aktieägarvärde. De två största ägarna är Thomas Petrén samt Simon Petrén, styrelseledamot i Bayn respektive vice VD i Bayn och VD för Pändy Foods, som innehar ett ägande om ca 14,4 % respektive ca 6,9 % av kapitalet. Utöver detta äger bland annat Bayns styrelseordförande Peter Werme totalt ca 5,8 % av kapitalet, genom Första Entreprenörsfonden och privat, styrelse-ledamot Mikael Pettersson äger ca 6,6 % av kapitalet, samt Bayns VD Patrik Edström ca 0,5 % av kapitalet. En annan noterbar ägare är börsnoterade spelbolaget Stillfronts VD Jörgen Larsson som äger ca 3,04 % av kapitalet genom sitt bolag Plesner Capital LTD. Styrelsen och ledningen har en bred erfarenhetsbas, med flera personer med bakgrund som framgångsrika tjänstemän från diverse olika, men för Bayn relevanta, industrier. Analyst Group bedömer att Bayns styrelse även kan komma att förstärkas ytterligare med nyckelpersoner från Tweek på sikt, vilket kommer bredda erfarenhetsbasen ytterligare i Bayns styrelse, och bedöms som starkt positivt för Bolaget.

Produkter som ligger helt rätt i tiden

Skiftet bort från socker till nyttigare alternativ är påtagligt i Europa, och kanske särskilt i de områden som Bayn är inriktade på. Inom functional- och protein-enhanced foods ingår produkter som exempelvis godis, proteinbars, chips, proteinyoghurt, energidricka, med mera, och i dessa produktkategorier blir det allt vanligare med produkter som antingen är helt sockerfria eller inte innehåller något tillsatt socker. Bayn kapitaliserar på skiftet bort från socker och tillväxten inom functional- och protein-enhanced food marknaderna på två sätt: dels genom försäljning av produkterna som säljs under varumärkena Pändy och Tweek, som är två ledande varumärkena inom vissa produktkategorier på dessa två marknader enligt smaktester och marknadsandelar, samt dels genom att Bayn säljer sockerersättande lösningar till företag som är aktiva inom dessa marknader. På det sättet får Bayn exponering mot flera led i värdekedjan, vilket både bedöms sänka risken i Bolagets operation samt leda till kors- och merförsäljning.

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

Förvärvet av Tweek visar tydligt att Bayn är seriösa med sina tidigare uttalade ambitioner att bygga ett ledande Food-Tech bolag i Sverige, och det visar också på hur Bolaget kan förvärva onoterade bolag till betydligt lägre värderingsmultiplar än vad Bayn handlas till på börsen. Genom att utnyttja det värderingsgap som existerar mellan onoterade och noterade bolag, ett värderingsgap som är särskilt påtagligt inom Food-Tech industrin, bedöms Bayn kunna fortsätta förvärva onoterade bolag framgent, där kombinationen av att betala med egna, nyemitterade, aktier och kontanter visat sig vara en framgångsrik strategi för många andra bolag i andra industrier, däribland för spelbolagen Embracer och Stillfront. Genom att dels kunna förvärva till lägre multiplar, och sedan betala en del av förvärvet med egna aktier som är värderade till avsevärt högre multiplar än förvärvsmultipeln, så utnyttjas värderingsgapet maximalt, och Bolaget kan minska utspädningen för befintliga aktieägare. Analyst Group estimerar ett till förvärv från Bayn under år 2020, då Bolaget kommer kunna utnyttja de ca 26 MSEK som kvarstår efter att Tweeks ägare har betalats, och att år 2021 också kommer bli ett förvärvsintensivt år.

FRAMGÅNGSRIK
M&A STRATEGI

INVESTERINGSIDÉ

MARGINAL-
EXPANSION
ESTIMERAS
FRAMGENT

Goda utsikter för marginalexpansion framgent då Bolaget uppnår skalfördelar

Bayn, Pändy och Tweek har, som enskilda bolag, konsekvent visat en stark Y-on-Y tillväxt sedan 2016, och förutsättningarna för det sammanslagna 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 relativt 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 deras produkter och råvaror. På sikt kan även egen produktion bli aktuell för Bayn. Skalfördelarna till följd av stigande inköpsvolymer förväntas påverka marginalerna positivt över tid, och EBIT-marginalen estimeras därför öka under varje år mellan åren 2020 till 2023, och gå från en estimerad EBIT-marginal om -23,4 % år 2020 till en estimerad EBIT-marginal om 8,3 % under år 2023.

Flera välrenommerade investerare i finansieringsrunda

Bayn säkerställde finansiering under maj 2020, där Bolaget tar in 38 MSEK. I rundan deltar, förutom Jörgen Larsson som ökar sitt innehav, även andra välkända investerare som Håkan Roos, tidigare investerare i bland annat iZettle och ägare av RoosGruppen, Stefan Tengvall, tidigare VD för Ownit Broadband och ordförande för TechBuddy, Noel Abdayem, grundare av The Humble Co, samt finansmannen Theodor ”Tedde” Jeansson. Faktumet att så välrenommerade investerare väljer att investera i Bayn bedömer Analyst Group är starkt positivt för Bolaget, då det ger ökat förtroende för Bayn som bolag och som investering.

Motiverat värde om 5,88 kr per aktie på 2020 års prognos

För räkenskapsåret 2020 estimeras i ett Base scenario en omsättningstillväxt om ca 695 %, vilket tillsammans med en målmultipel om 10,0x P/S ger en motiverad värdering om 5,88 kr aktien. Vid annorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

BOLAGSBESKRIVNING

**BAYN HAR
FLERA
VÄLKÄNDA
KUNDER,
DÄRIBLAND:**



När livet leker



Bayn Europe är ett svenskt Food Tech bolag som arbetar med att utveckla och sälja söta fibrer och sötningsmedel från naturliga källor samt sockerreducerade produkter. Bolaget grundades 2009, och har historiskt endast sålt rena- samt egenutvecklade råvaror, men i och med förvärven av Pändy och Tweek säljer Bayn nu produkter som proteinbars, godis, chips, och energidrycker, och blir, med förvärvet av Tweek, en av de ledande aktörerna inom sockerreducerat godis på den svenska marknaden.

Inom råvarudelen av företaget säljer råvaror under två varumärken:

- **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.

Utöver de två ovanstående produkterna inom råvarusegmentet 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 sockerersättande produkter.

Inom produktdelen, där samtliga produkter säljs under varumärkena Pändy och Tweek, säljer Bayn:

- **Proteinbars** – Det finns i nuläget fyra smakvariationer av proteinbars som säljs under varumärket Pändy, och dessa har både väldigt lågt sockernehåll samtidigt som dem har högt betyg i smaktester.
- **Chips** – Säljer chips med 50 % mindre fett och med 14 % protein i fyra olika smakvariationer, under varumärket Pändy.
- **Energidrycker** – energidryckerna finns i tre smakvariationer och är veganska, sockerfria, och innehåller koffein, och säljs även dessa under varumärket Pändy.
- **Godis** – Bolaget säljer även två olika variationer av sockerreducerat godis, med endast 2 gram socker per 100 gram, under Pändy-varumärket, samt en stor variation sockerreducerat godis, både på påse och i lösvikt, under varumärket Tweek. Pändys godis är även mer proteinrikt än vanligt godis. Den totala marknadsandelen i Sverige, för Pändy och Tweek tillsammans, bedömer Analyst Group uppgå till mellan 40-50 %, och Tweeks produkter säljs även utanför Sverige, i vissa delar av Norden.

Grundtanken med både Pändys och Tweeks produkter är att de ska erbjuda så kallad *guilt-free indulgence*, det vill säga att produkterna ska vara nyttiga, i termer av lågt sockernehåll, och att konsumenter 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".

En skillnad mellan Pändy och Tweek är hur de historiskt har arbetat med försäljning, där Pändy främst fokuserat på att sälja sina produkter genom e-handel, medan Tweek fokuserat på dagligvaruhandel. I dagsläget arbetar båda företagen dock med att bredda sin försäljning, och Pändy har under året börjat sälja sina produkter på b.l.a. ICA, och Tweek har etablerat en "Pop-up" webbshop där deras godispåsar går att köpa online. Med båda bolagen som en del av Bayn är förutsättningarna goda för att kombinera de respektive bolagens försäljningskompetenser, och därigenom uppnå synergieffekter såsom ökad korsförsäljning och kostnadsbesparingar inom distribution.

Både Pändy och Tweeks produkter har generellt mycket goda recensioner online, där en stor del av framgången verkar vara hur båda bolagens produkter har både en liknande smak och konsistens som vanligt godis. Som exempel skrevs följande i en recension av Stack3d.com om Pändys proteinbars:

"Typically we rank protein bar flavors and highlight the ones we liked the least and the most, although on this occasion, all of the Pandys Candy Bars are equally impressive. Simply put, the Pandys Candy Bar does its name justice and is exactly what the brand advertises. It is a protein snack that tastes so good it shouldn't be classed as a protein bar. We'd even go as far as saying that its taste is as close to a real sugar loaded candy bar as it is to a typical protein bar".

**GENOMGÅENDE
MYCKET GODA
RECENSIONER FÖR
PÄNDYS
PRODUKTER**

BOLAGSBESKRIVNING

Affärsmodell

Bayns intäkter kommer från att sälja EUREBA och NAVIA, produkterna under Pändy och Tweek varumärkena, samt de tjänster som Bolaget utför för andra företag. Analyst Group bedömer att produkterna från Pändy och Tweek kommer stå för den övervägande delen av intäkterna framgent under år 2020 och år 2021, men att EUREBA på sikt har stor potential att bli Bayns viktigaste intäktsdrivare, på grund av produktens unikheter i att den kan ersätta socker i skala 1:1.

När det kommer till EUREBA och NAVIA säljer Bayn både större volymer, exempelvis ett par ton, och mindre, *samples*, som kan bestå av 10-20 kg. Produkterna under varumärkena Pändy säljs i lite större förpackningar, exempelvis 10-pack, online, och individuellt i butik, och från Tweek går det att köpa produkterna individuellt både i butik och online, samt i lösvikt i vissa butiker.

EUREBA och NAVIA säljs främst genom distributörer, och Bayn har i nuläget 8 distributörer som Bolaget arbetar med, däribland den mest kända är Barentz International, som är en av världens största distributörer inom livsmedelsindustrin, samt IMCD, som är en global ledare inom försäljning och distribution av matingsredienser och kemikalier.

Produkterna inom NAVIA-segmentet är generellt lättare att sälja in till distributörer än produkterna inom EUREBA-segmentet, då det är rena råvaruprodukter. När Bayn ska sälja in EUREBA så brukar Bolaget istället gå först till kunden för att sälja in produkten, och sedan hitta en distributör som är villig att ta sig an distributionen. Detta är på grund av att distributörer generellt har svårare att hantera färdigformulerade produkter som EUREBA, i kontrast till rena råvaror.

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

Framgent förväntas Bayns huvudfokus vara att göra ytterligare ett förvärv under år 2020, samt att ytterligare förstärka sin position inom marknaden för sockerreducerat godis, med fokus på ökad försäljning av både Pändys och Tweeks produkter. Bolaget bedöms även satsa på sitt EUREBA sortiment. En underliggande potentiell värde drivare som finns i Bayn är också Bolagets pågående patentansökan för Bolagets unika produktionsmetod, där första svaret från Patent- och Registreringsverket väntas under sommaren i år.

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, köper in råvaror för att sälja vidare inom NAVIA-segmentet, samt köper in Pändys och Tweeks produkter från fabriker. En utmaning framöver för Bayn blir att effektivisera sina inköp och distributionen av samtliga produkter och att effektivisera sin produktionsprocess av EUREBA, för att på sikt kunna uppnå skalfördelar.

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

**FOKUS PÅ FÖRVÄRV
SAMT ATT FORSÄTTA
STÄRKA SIN POSITION
INOM MARKNADEN FÖR
SOCKERREDUCERAT
GODIS**

**KOSTNAD SÅLDA
VAROR ÄR DEN
STÖRSTA
KOSTNADSDRIVAREN**

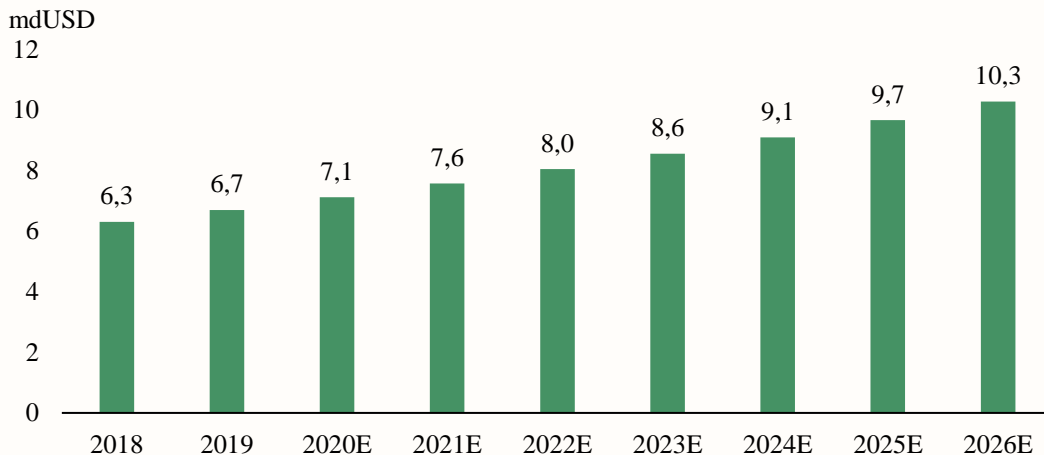
MARKNADSANALYS

Marknadsanalys av marknaden för sötningsmedel

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

Marknad för sötningsmedel estimeras växa framgent

Estimerad tillväxt för marknaden för sötningsmedel



Källa: Fortune Business Insights

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

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

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

Sötningsmedelsbranschen domineras i dagsläget av kemiskt framtagna sötningsmedel

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

SKIFTET BORT
FRÅN SOCKER
DRIVER
TILLVÄXT

MARKNADSANALYS

Marknadsanalys av marknaderna för functional foods och high protein food

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

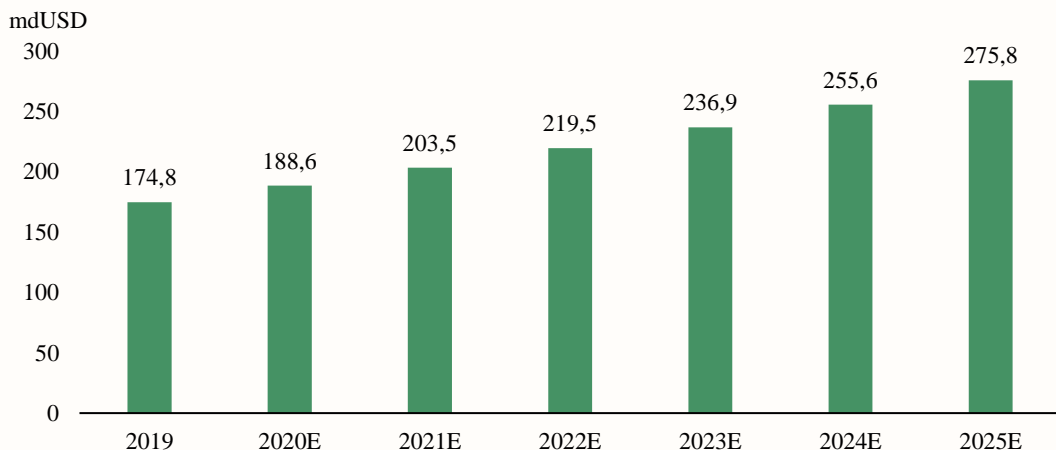
Tweeks produkter säljs främst i Sverige, men även i vissa andra delar av Norden, dock än så länge i begränsad utsträckning. Bolaget har dock planer på att expandera sin försäljning, där siktet är ställt mot ökad försäljning i resten av Norden, samt mot Tyskland och England. Tweek är i dagsläget helt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

Tillväxten i Pändys och Tweeks underliggande marknader drivs av trender som ett ökat hälsfokus och ökad hälsomedvetenhet bland konsumenter, trenden mot inget eller minskat sockernehåll inom många produktkategorier, en trend som är särskilt påtaglig inom de produktkategorier som Pändys och Tweeks 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 %**



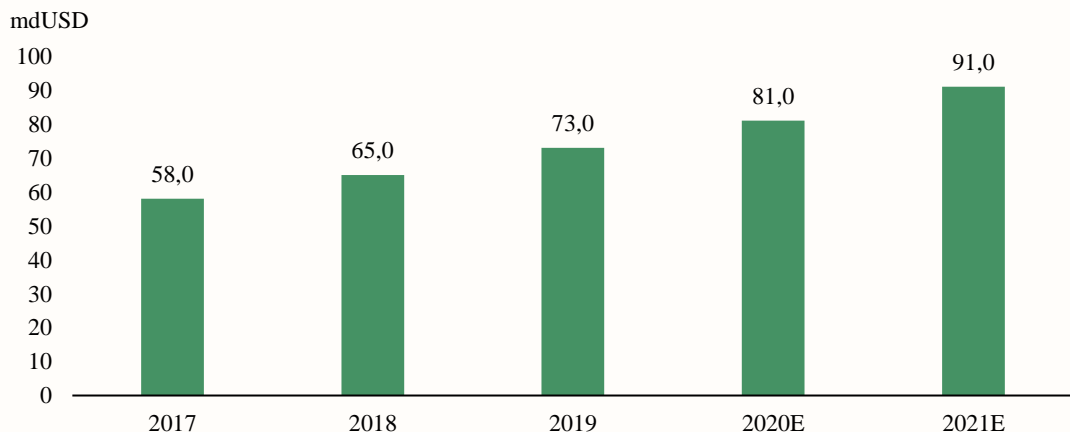
Källa: Statista

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 PROGNOSE

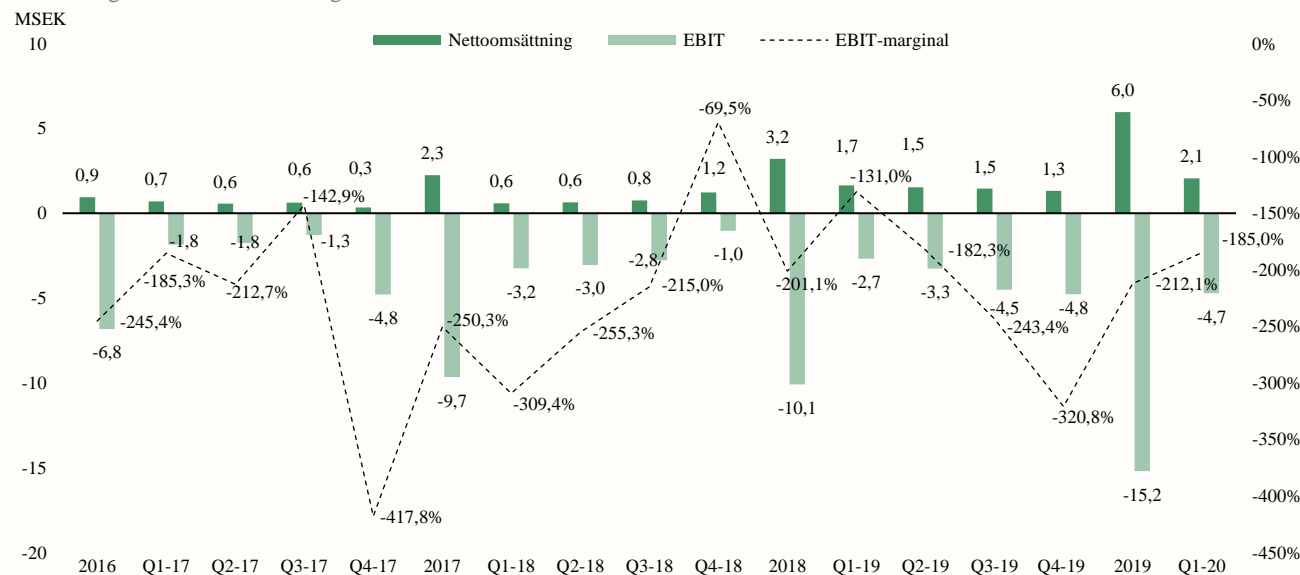
Bayn har historiskt visat på god omsättningstillväxt

Bayn 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 växte även kraftigt mellan halvåren 2018 och 2019. Både Pändy och Tweek har också historiskt visat en hög omsättningstillväxt, och de båda bolagen visade en CAGR om 77,4 % respektive 208,4 % under perioden 2016-2018.

För räkenskapsåret 2018 så hade Bayn en omsättningsökning på ca 42,7 % från föregående år, och Bayn visade en mycket stark omsättningstillväxt under halvåret 2019 om ca 85 %. Kvartalsmässigt har Bolaget, kvartal till kvartal, nu haft omsättningstillväxt i de senaste 8 kvartalerna.

God omsättningstillväxt över tid

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 omsättningsnivåer stiger.

Omsättningsprognos för räkenskapsåren 2020 till 2023

Under år 2020 förväntas Bolaget fortsätta exekvera på sin tillväxtstrategi, och Bolaget estimeras göra ett till förvärv under slutet på år 2020, samtidigt som Bolaget väntas fokusera på att skala upp försäljningen av både Pändy och Tweeks produkter, genom att utnyttja nya försäljningskanaler och korsförsäljning. Bayn förväntas även fortsätta att satsa på sitt EUREBA sortiment, och väntas under andra halvan av 2020 släppa en sockerersättande konsumentprodukt, för att öka kännedomen om EUREBA. Ovanstående, i kombination med att Tweek kommer bli en del av Bayn under senast augusti 2020, resulterar i en estimerad omsättningstillväxt om ca 695 % för helåret 2020.

Under 2021 förväntas Bayn öka omsättningen med ca 79 % jämfört med föregående år, och Bolaget estimeras nå en omsättning om ca 85 MSEK Detta drivs av att Bayn bedöms göra ett komplimenterande förvärv under året, av att EUREBA börjar bli ett alltmer känt varumärke, men huvudsakligen av att Bayn fortsätter fokusera på att stärka sin position inom sockerreducerat godis, och påbörjar arbetet med att expandera Tweeks produkter utanför Sverige.

Under åren 2022 och 2023 estimeras Bayn fortsätta växa, drivet av att Bolaget ökar sina investeringar i marknadsföring för att bearbeta nya marknader, samt då sålda volymer av Bolagets sockerersättande lösningar och Pändy- och Tweekprodukter fortsätter öka. Med ökande sålda volymer lyckas Bayn uppnå skalfördelar, vilket beräknas stärka bruttomarginalen mellan år 2022 och år 2023. Under dessa år tror Analyst Group att ytterligare förvärv kan bli aktuella, och att Bayn har nått en sådan volymnivå att det kan bli aktuellt att investera i egen produktion. Omsättningstillväxten för åren 2022 respektive 2023 estimeras uppgå till ca 58 % och ca 53 %.

Det ska noteras att de ovanstående prognoserna inte tar hänsyn till något stort genomslag för Bayns EUREBA sortiment. Om EUREBA skulle få stort genomslag skulle det kunna leda till en högre tillväxttakt än vad som estimeras ovan, då produkten är unik, har en unik produktionsprocess, och en mycket stor underliggande marknad.

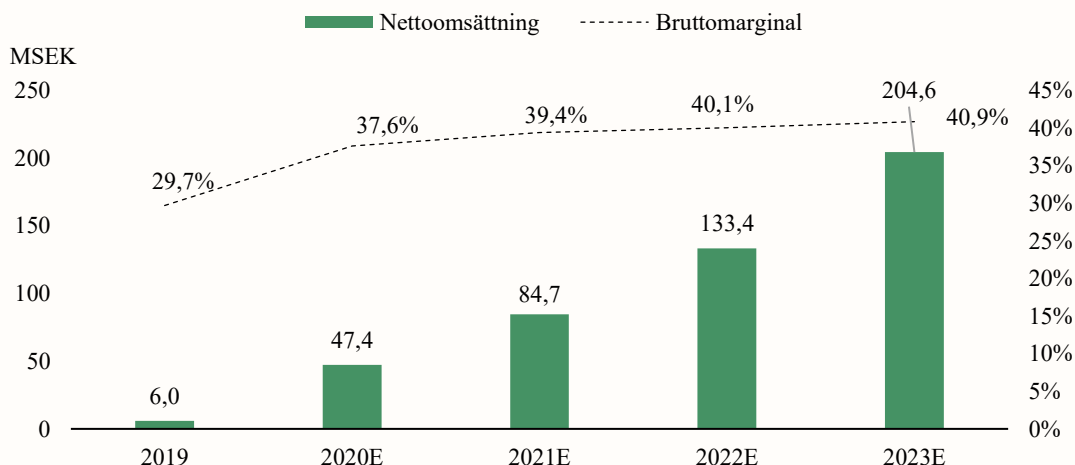
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOSES

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 realiserar skalfördelar

Omsättningsprognos för helår



Källa: Analyst Group prognos

Kostnadsprognos för räkenskapsåren 2020 till 2023

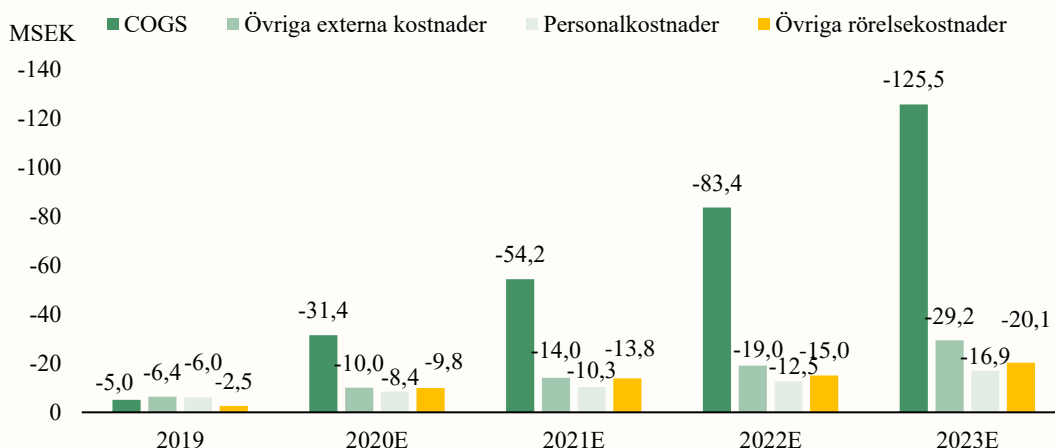
Kostnad sålda varor (COGS i grafen nedan) kommer öka i linje med att Bolaget ökar sålda volymer av EUREBA, NAVIA och Pändy- och Tweekprodukterna, där Pändys och Tweeks produkter tillsammans med EUREBA estimeras vara det som huvudsakligen driver de sålda volymerna och därmed kostnaden för sålda varor.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

För att Bayn ska kunna öka sina sålda volymer och expandera till nya marknader så bedöms behovet av att anställa ytterligare personal uppstå. I samband med att Bayn förvärvar bolag kommer antalet anställda också öka, även om det går att realisera kostnadsbesparingar i takt med att organisationen växer. Personalkostnaderna estimeras gå från 8,4 MSEK år 2020 till 16,9 MSEK år 2023, då Analyst Group bedömer att Bayn kommer öka antalet heltidsanställda med ca 5 till 15 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 10,0 MSEK till 29,2 miljoner SEK respektive 9,8 MSEK till 20,1 MSEK mellan åren 2020 och 2023. De övriga rörelsekostnadernas kraftiga initiala ökning mellan 2019 och 2020 förklaras av att Bayn bedöms investera stort i marknadsföring av EUREBA samt av Pändys och Tweeks produkter under år 2020.

De huvudsakliga kostnadsdrivarna ökar framgent.

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



Källa: Analyst Group prognos

KOSTNADERNA
ÖKAR I LÄGRE
TAKT ÄN
OMSÄTTNINGEN

FINANSIELL PROGNOSS

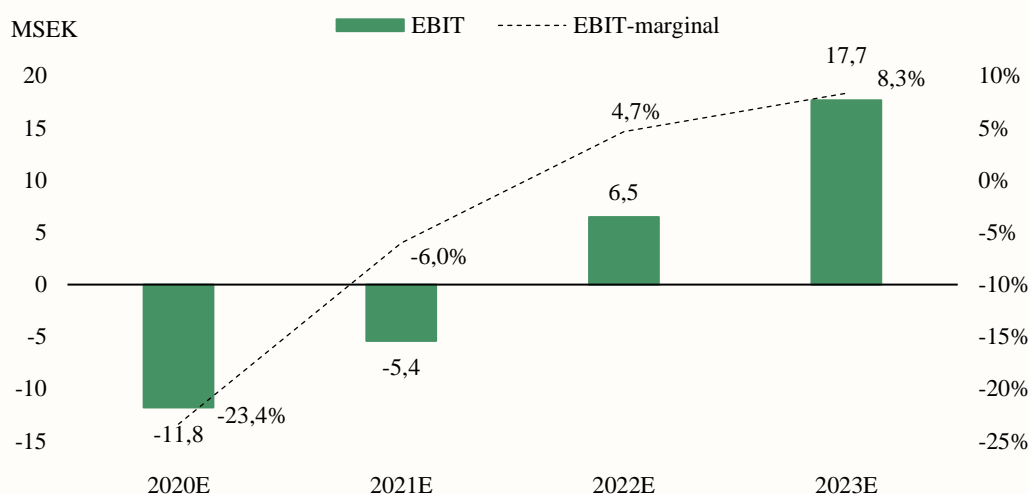
**EBIT-
RESULTATET
STIGER
KRAFTIGT**

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

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 tillträdde, där dotterbolag har avyttrats och interna processer och strukturer förändrats, vilket gjort Bolaget till en mer effektiv organisation. Tillskotten av Pändy 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, forskning och utveckling, samt administration. Tweek är dessutom lönsamt, vilket kommer bidra positivt till EBIT-marginalen framgent. Den sammanslagna koncernen med Bayn, Pändy och Tweek förväntas i ett Base scenario visa sitt första positiva EBIT-resultat under år 2022, med en EBIT-marginal om 4,7 %, för att sedan öka marginalen under år 2023, till en EBIT-marginal om 8,3 %.

EBIT-resultatet estimeras öka kraftigt mellan åren 2020 och 2023

EBIT-resultat och EBIT-marginal



Källa: Analyst Group prognos

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

Analyst Group Base scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	47,4	84,7	133,4	204,6
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	4,2	5,3	7,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	50,4	89,4	139,2	212,3
COGS	-31,4	-54,2	-83,4	-125,5
Bruttoresultat	19,0	35,2	55,8	86,8
<i>Bruttomarginal</i>	37,6%	39,4%	40,1%	40,9%
SG&A	-28,2	-38,0	-46,6	-66,3
EBITDA	-9,3	-2,8	9,2	20,5
<i>EBITDA-marginal</i>	-18,4%	-3,1%	6,6%	9,6%
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-11,8	-5,4	6,5	17,7
<i>EBIT-marginal</i>	-23,4%	-6,0%	4,7%	8,3%
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-11,9	-5,5	6,3	17,5
Skatt	0,0	0,0	-1,4	-3,8
Nettoresultat	-11,9	-5,5	4,9	13,6
<i>Nettomarginal</i>	-23,6%	-6,2%	3,5%	6,4%

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

VÄRDERING

Nyckeltal	2017	2018	2019	12R*	2020E	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	139,6%	42,7%	85,3%	97,7%	694,9%	78,7%	57,5%	53,4%
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	29,7%	32,3%	37,6%	39,4%	40,1%	40,9%
EBITDA-marginal	-200,2%	-156,0%	-178,5%	-193,2%	-18,4%	-3,1%	6,6%	9,6%
EBIT-marginal	-250,3%	-201,1%	-212,1%	-224,7%	-23,4%	-6,0%	4,7%	8,3%
Nettomarginal	-259,0%	-205,7%	-213,2%	-226,0%	-23,6%	-6,2%	3,5%	6,4%
P/S*	21,9	15,3	12,4	17,3	7,8	4,4	2,8	1,8
EV/S*	21,2	14,9	12,1	17,5	7,9	4,4	2,8	1,8
EV/EBITDA	-6,2	-6,1	-5,6	-25,2	-40,3	-133,7	40,7	18,3
EV/EBIT	-5,0	-4,7	-4,7	-21,7	-31,7	-69,2	57,7	21,2
P/E-tal	-4,9	-4,8	-4,8	-21,3	-31,2	-67,0	74,9	27,1

* På 12 månaders rullande inkluderas ¾ av Pändys totala intäkter om 14,9 MSEK under helåret 2019, motsvarande ca 11,17 MSEK, som en del av Bayns totala intäkter när P/S- och EV/S-talen har beräknats. Även för Q1-20 har proformaintäkterna används när dessa multiplar räknas ut på rullande 12 månader. Detta gör att både P/S- och EV/S-multiplerna ger en mer rättvisande bild av Bayns värdering i nuläget.

För att ge perspektiv på Bayns värdering så jämförs Bolaget med tre andra Food-Tech bolag, Beyond Meat, samt Frill. 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
23,4	22,8	35,7%

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

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



P/S	EV/S	Brutto-marginal
35,2	32,7	37,0%

Veg of Lund, grundat år 2016, är ett svenskt bolag som är aktivt inom marknaden för vegetabiliska produkter. Bolaget har i dagsläget en produkt på marknaden, den vegetabiliska drycken MyFoodie som finns i tre smakvariationer, och kommer lansera ett växtbaserat mjölkalternativ under år 2020. Veg of Lund har ett unikt patent av värmestabil emulsion av potatis och rapsolja, som är rik på Omega-3. Bolaget säljer sina produkter till främst livsmedelsbutiker som exempelvis ICA. Bolaget är i dagsläget främst verksamt på den svenska marknaden, men planerar att lansera sitt vegetabiliska mjölkalternativ under hösten år 2020 på den brittiska marknaden. Därefter planerar bolaget att expandera till USA, och lansera sitt växtbaserade mjölkalternativ där under år 2021. Veg of Lund var vid utgången av bolagets räkenskapsår 2019 en handfull heltidsanställda, och är noterat på First North Growth Market med ett börsvärde om ca 71 MSEK.

frill

P/S	EV/S	Brutto-marginal
19,7	17,5	14,3%

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

VÄRDERING

Jämförelse av Bayn och peers

12R	Bayn	Beyond Meat	Veg of Lund	Frill
Omsättningstillväxt	97,7%	19,1%	126,5%	-39,3%
Bruttomarginal	32,3%	35,7%	37,0%	14,3%
EBITDA-marginal	-193,2%	4,3%	-658,3%	-739,3%
EBIT-marginal	-224,7%	1,9%	-674,2%	-739,3%
Nettomarginal	-226,0%	1,1%	-693,8%	-774,5%
P/S*	17,3	23,4	35,2	19,1
EV/S*	17,5	22,8	32,7	16,8
EV/EBITDA	-25,2	524,1	-5,3	-2,3
EV/EBIT	-21,7	1,220,1	-5,2	-2,3
P/E	-21,3	-841,0	-5,1	-2,1

* På 12 månaders rullande inkluderas ¾ av Pändys totala intäkter om 14,9 MSEK under helåret 2019, motsvarande ca 11,17 MSEK, som en del av Bayns totala intäkter när P/S- och EV/S-talen har beräknats. Även för Q1-20 har proformaintäkterna används när dessa multiplar räknas ut på rullande 12 månader. Detta gör att både P/S- och EV/S-multiplerna ger en mer rättvisande bild av Bayns värdering i nuläget.

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 17,3x P/S, givet att vi inkluderar Pändys proforma siffror som en del av de totala intäkterna för Bayn på rullande 12 månader.

Med en P/S-värdering om 17,3x är Bayn lägre värderat än Frill, trots en mycket högre tillväxt. Frills värdering kan anses ta höjd för den unikheter som bolaget påstår sig ha i sin nedfrysningsplattform, men givet att Bayn har en unik produktionsprocess som idag står inför granskning av Patent- och registreringsverket så anser Analyst Group att detta värderingsgap inte är rättfärdigat.

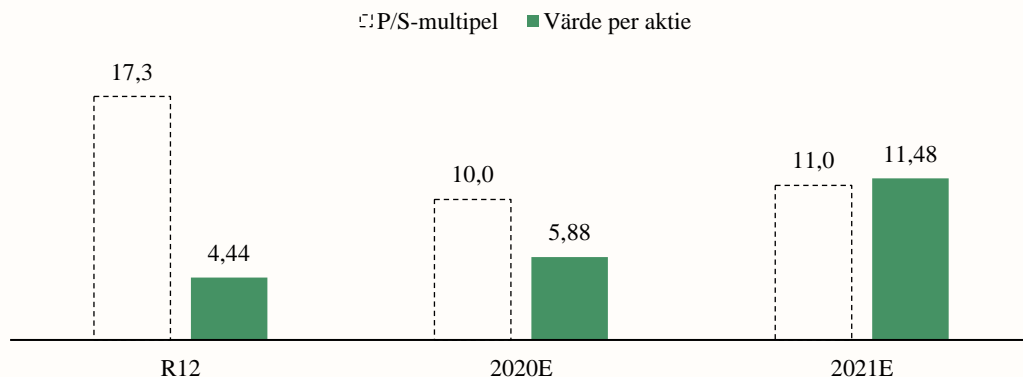
Veg of Lund är likt Bayn ett Food Tech bolag, och är som Bayn även noterat på First North, där bolaget noterades den 10 februari 2020. Veg of Lund värderas främst på framtida potentiell försäljning av bolagets vegetabiliska mjölkalternativ, då nuvarande omsättning är nästintill obefintlig, samt på värdet av bolagets unika patent som ligger till grunden för deras produkter. Veg of Lund handlas till ett P/S-tal om ca 35,2x jämfört med Bayns P/S om 17,3x, samtidigt som Veg of Lund har en mycket högre osäkerhet kring framtida intjäning och ett högre burn rate. Detta, tillsammans med vad Analyst Group anser vara en svagare ledning i Veg of Lund, gör att Bayn förtjänar en uppvärdering gentemot Veg of Lund.

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

Optionen på att Bolaget får patent på sin produktionsprocess tillsammans med mycket goda tillväxtutsikter och förvärvsmöjligheter, samt en ledande position på marknaden för sockerreducerat godis, rättfärdigar en P/S-multiplikation om 10,0x för år 2020, vilket motiverar en aktiekurs om 5,88 kr, och en P/S-multiplikation om 11,0x för år 2021, motsvarande en aktiekurs om 11,48 kr.

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

Värdering givet tillämpad P/S-multiplikation



Källa: Analyst Group prognos

**5,88 KR PER
AKTIE I ETT
BASE SCENARIO**

BULL & BEAR

Bull scenario

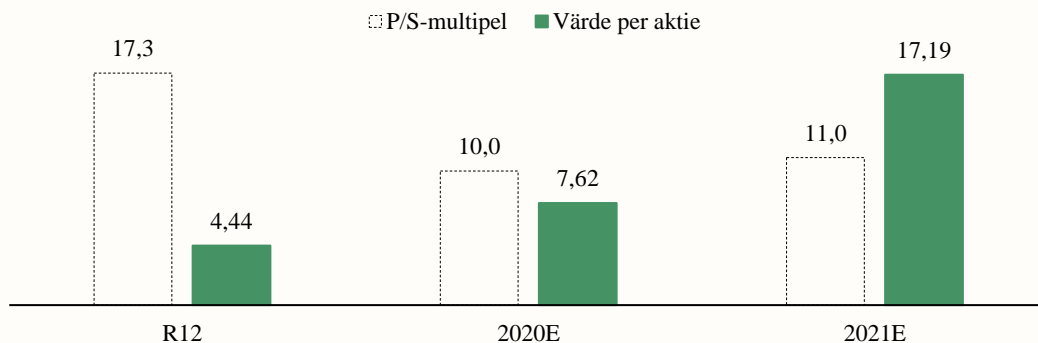
I ett Bull scenario för 2020 estimeras Bayn visa en omsättningstillväxt om ca 945 %, vilket i kombination med god kostnadskontroll gör att Bolaget höjer EBIT-marginalen från -212,1 % till -11,4 % mellan 2019 och 2020. Omsättningsökningen drivs av förvärvet av Tweek, där Tweeks siffror estimeras räknas in i Bayns Q4-20, samt av att Pändys produkter och EUREBA sortimentet säljs i stigande volymer.

År 2021 bedöms bli ett genombrottsår för Bayn i ett Bull scenario, och omsättningen estimeras stiga kraftigt, och väntas växa från ca 62, MSEK till ca 129 MSEK. Omsättningsökningen drivs främst av att Bayn bedöms göra ytterligare förvärv, av expansion utomlands av Tweeks produkter, samt av att Bolaget lyckas ta ytterligare marknadsandelar inom marknaden för sockerreducerat godis. EUREBA produktsortimentet bedöms även börja få genomslag, och den konsumentprodukt med EUREBA som Bayn förväntas lansera under år 2020 blir framgångsrik. 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 år 2021.

I ett Bull scenario appliceras en P/S-multipel för 2020 om 10,0x på Bayns aktie, vilket ger ett värde per aktie om 7,62 kr. För 2021 appliceras en P/S-multipel om 11,0x vilket resulterar i ett värde per aktie om 17,19 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

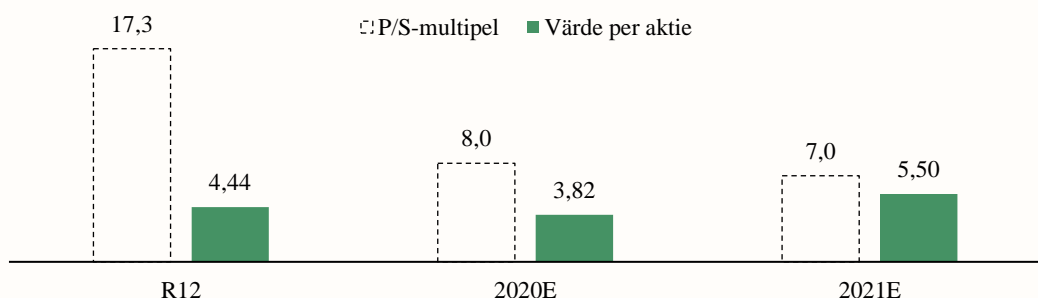
I ett Bear scenario för år 2020 så estimeras Bayn fortsätta ta orders och sälja in EUREBA med fokus på glassindustrin, vilket tillsammans med stigande försäljning av Pändy och Tweek produkterna gör att omsättningen estimeras växa med ca 536 %. Bayns kostnadskontroll förblir dock svag, och även om omsättningen estimeras växa i en högre takt än kostnaderna så ökar Bolagets förlust år 2020 från föregående år, då kostnadsbasen kommer från höga nivåer.

Under år 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 -16,6 MSEK, men Bolagets finansiella situation tvingar dem att göra en defensiv nyemission under år 2021.

I ett Bear scenario rättfärdigar Bolagets prestation en lägre värdering än i ett Base scenario. P/S-multiplar om 8,0x och 7,0x sätts på Bayn för 2020 respektive 2021 i ett Bear scenario, vilka indikerar en aktiekurs om ca 3,82 kr för år 2020, och en aktiekurs om 5,50 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

7,62 KR PER
AKTIE I ETT
BULL SCENARIO

3,82 KR PER
AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO

Q4-19 VD-INTERVJU



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

Förvärvet av Tweek sker i enlighet med vår uttalade M&A-strategi och är en naturlig fortsättning på den förvärv- och tillväxtresa som vi inledde genom förvärvet av Pändy. Tillsammans blir Pändy och Tweek en större och klart starkare aktör på marknaden för sockerfritt godis, samtidigt som vi stärker kompetensen inom vår produktutveckling och organisation genom de två mycket skickliga entreprenörerna Åsa och Lennart. Allteftersom vi växer och förvärvar fler bolag, och därigenom bevisade entreprenörer, så säkrar vi framtiden med spetskompetens inom respektive specialområde. Givetvis stärker Tweek även koncernen finansiellt, och vi börjar nu komma upp på betydande omsättningsnivåer, med goda förutsättningar att bygga hög lönsamhet framgent. Vi är idag ett Bayn Europe i en större kostym och med en betydligt attraktivare riskpremie än i december 2019, innan förvärven av Pändy och Tweek gjordes.

Hur ser tillväxten ut på marknaden för sockerreducerat godis? Hur har den sett ut historiskt och hur tror ni den kommer utvecklas framgent?

Marknaden har vuxit från att för fem år sedan vara inriktad på konsumenter som av medicinska skäl inte kunde äta vanligt godis till att idag vända sig till i princip samtliga konsumenter. Fortfarande befinner vi oss i början på resan där sockerfritt godis har en andel av den totala marknaden på under 5%. Vi bör kunna förvänta oss att kurvan inte planar ut innan vi har nått 30%. Med en CAGR på 8% har marknaden en oavbruten uppgång på tjugo år att se fram emot. Covid-19 har även visat en påskyndad tillväxt för marknaden fundamentalt och allt fler konsumenter letar efter produkter som förebygger diabetes och övervikt. Bayn kommer dock att växa betydligt fortare än så, både genom en stark underliggande organisk tillväxt i de förvärvade verksamheterna men också genom förvärv av nya bolag och tillhörande entreprenörer som blir en del av vår Food-Tech familj.

Hur ser ni på konsumenternas priskänslighet när det kommer till sockerreducerat godis?

Idag är prisflexibiliteten hög och vår bedömning är att den kommer att fortsätta att vara det så länge sockerreducerade produkter fortfarande är nischprodukter. Vi ser även att en hög andel av de nya konsumenterna tillhör generation Z och Millennials, vilka tenderar till att ha en klart lägre priskänslighet än äldre målgrupper. Även här har vi framtiden på vår sida.

Finns det några flaskhalsar som kan hindra Bayns tillväxt framgent?

Egentligen inte, givetvis kan finansieringen vara en stötesten med en roll-up-strategi men vi känner oss mycket trygga med det investerarkollektiv som vi har fått in genom Pändy, och ser inga problem att säkra finansieringen inför fortsatta förvärv. Det har varit stor intresse vid tidigare finansieringsrundor, och många har hört av sig proaktivt till oss då de vill vara en del av vår resa framöver. Food-Tech är trendigt och här för att stanna, och det finns ett enormt gap i hur marknaden är strukturerad i nuläget jämfört med hur den behöver se ut om 10-20 år. Nu siktar vi mot att ta en ledande position som noterat bolag på Nasdaq och mot att vara med och växa marknaden med våra återförsäljare.

Vad är prioriterat inom Bayn under andra halvan av 2020?

Vi kommer självklart ha ett stort fokus på att bygga teamet och arbeta med integrationen av Tweek, samt även jobba med att effektivisera de existerande verksamheterna. Vår målbild är att alla bolag som vi köper ska ha en högre organisk tillväxt hos oss än de haft tidigare. Sedan kommer vi även förbereda plattformen för fler förvärv då det ofta är en process som kräver god framförhållning och långtgående förhandlingar innan man är i mål. Vår ambitionstakt är att genomföra ett antal förvärv närmaste åren och där en stor del av höstens strategiska arbete handlar om att förbereda verksamheten inför kraftig tillväxt 2021, samtidigt som vi positionerar oss som en attraktiv samarbetspartner.

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): 388 114 st (0,45 %).



Simon Petrán, Vice-VD och IR-ansvarig för Bayn Europe, 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): 5 924 525 st (6,92 %).



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 (0,004 %).

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 604 204 st (0,71 %) samt 4 354 949 st (5,08 %) 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): 1 476 883 st (1,72 %).



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.l.a. Prey Studios, Wicket games, och FunRock, och agerar även rådgivare eller styrelseledamot i flera av de bolagen han investerat i.

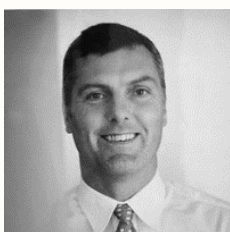
Aktieinnehav (andel av Bolaget): 4 300 623 st (6,55 %).



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 i styrelse eller agerat rådgivare. I dagsläget sitter han som styrelseordförande för sex bolag, samt som styrelseledamot i ett. Han är utbildad marknadsekonom från IHM.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 12 331 971 st (14,39 %).



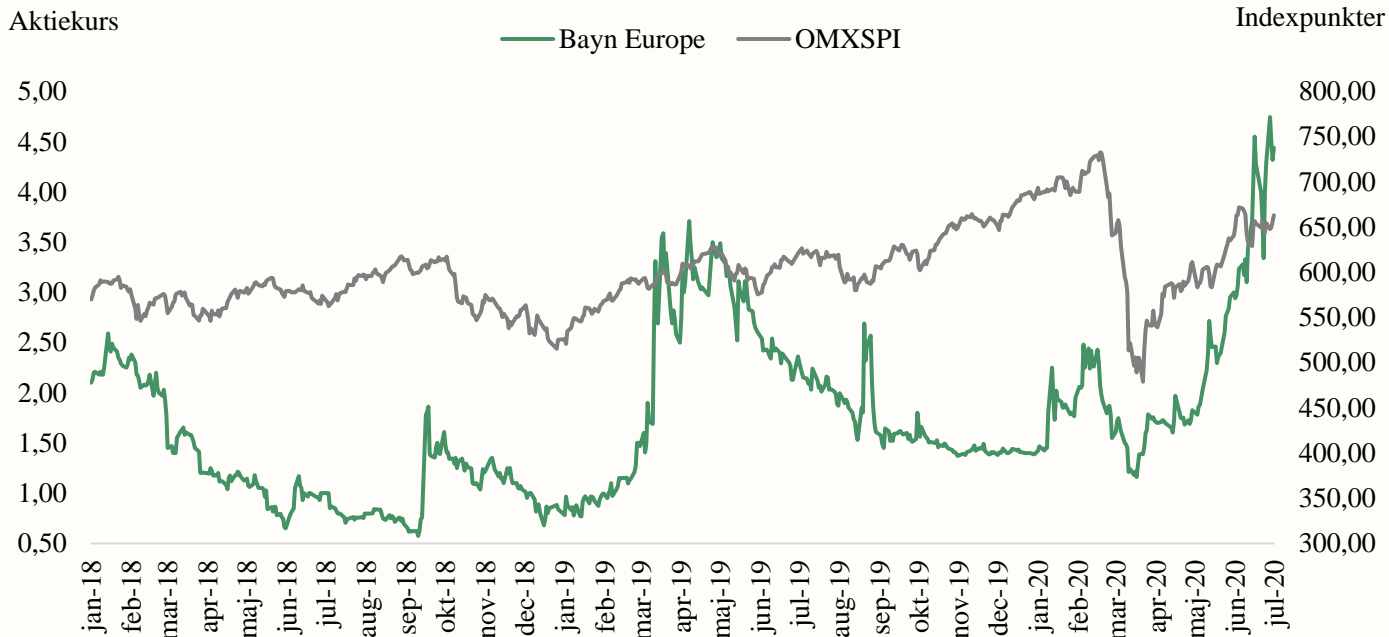
Gunnar Ek, Styrelseledamot

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	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	Q4-19	Q1-20
Nettoomsättning	0,9	2,3	3,2	0,7	0,57	0,63	0,3	0,6	0,64	0,8	1,2	1,7	1,5	1,5	1,3	2,1
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	0,3	0,2	0,3
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	0,1	0,0	0,2
Totala intäkter	2,8	3,9	5,0	1,0	0,8	0,9	1,1	1,0	1,2	1,3	1,5	2,0	1,8	1,9	1,5	2,6
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	-0,9	-1,1	-1,7
Bruttoresultat	1,6	1,9	3,7	0,5	0,5	0,8	0,1	0,2	0,4	0,3	2,7	0,5	0,3	1,0	0,4	0,8
Bruttomarginal	57,7%	48,6%	73,4%	51,3%	63,8%	86,5%	5,7%	22,1%	37,4%	21,0%	183,6%	22,4%	15,7%	53,7%	26,6%	31,7%
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	-5,0	-4,4	-5,0
EBITDA	-6,7	-7,7	-7,8	-1,8	-1,7	-1,2	-3,1	-2,7	-2,5	-2,3	-0,3	-2,1	-2,7	-4,0	-4,0	-4,1
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%	-216,2%	144,0%	-162,5%
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	-0,5	-0,8	-0,6
EBIT	-6,8	-9,7	-10,1	-1,8	-1,8	-1,3	-4,8	-3,2	-3,0	-2,8	-1,0	-2,7	-3,3	-4,5	-4,8	-4,7
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%	-243,4%	-320,8%	-185,0%
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	0,0	0,0
EBT (Res. före skatt)	-6,9	-10,0	-10,3	-1,9	-1,8	-1,3	-5,1	-3,2	-3,2	-2,7	-1,1	-2,7	-3,3	-4,5	-4,8	-4,8
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	0,0	0,0
Nettoresultat	-6,9	-10,0	-10,3	-1,9	-1,8	-1,3	-5,1	-3,2	-3,2	-2,7	-1,1	-2,7	-3,3	-4,5	-4,8	-4,8
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%	-244,1%	-323,5%	-186,6%

APPENDIX

Analyst Group Bull scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	62,3	129,1	202,7	286,8
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	4,2	5,3	7,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	65,3	133,9	208,5	294,5
COGS	-39,6	-80,4	-124,0	-172,0
Bruttoresultat	25,7	53,4	84,5	122,6
<i>Bruttomarginal</i>	<i>39,3%</i>	<i>39,9%</i>	<i>40,5%</i>	<i>41,6%</i>
SG&A	-30,6	-46,8	-69,9	-85,5
EBITDA	-5,0	6,6	14,6	37,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-7,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>12,6%</i>
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-7,5	4,0	11,9	34,3
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-11,4%</i>	<i>3,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>11,6%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-7,6	3,9	11,7	34,1
Skatt	0,0	-0,9	-2,6	-7,5
Nettoresultat	-7,6	3,1	9,1	26,6
<i>Nettomarginal</i>	<i>-11,6%</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>9,0%</i>
Analyst Group Bear scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	37,9	62,5	95,1	127,4
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	4,2	5,3	7,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	40,9	67,3	100,9	135,1
COGS	-28,5	-44,1	-66,2	-88,6
Bruttoresultat	12,4	23,2	34,7	46,5
<i>Bruttomarginal</i>	<i>30,2%</i>	<i>34,5%</i>	<i>34,4%</i>	<i>34,4%</i>
SG&A	-32,6	-37,1	-45,9	-55,4
EBITDA	-20,2	-13,9	-11,2	-8,9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-49,5%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>-11,1%</i>	<i>-6,6%</i>
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-22,7	-16,5	-13,9	-11,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-55,6%</i>	<i>-24,5%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-8,7%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-22,8	-16,6	-14,1	-11,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-22,8	-16,6	-14,1	-11,9
<i>Nettomarginal</i>	<i>-55,8%</i>	<i>-24,7%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>-8,8%</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 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

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

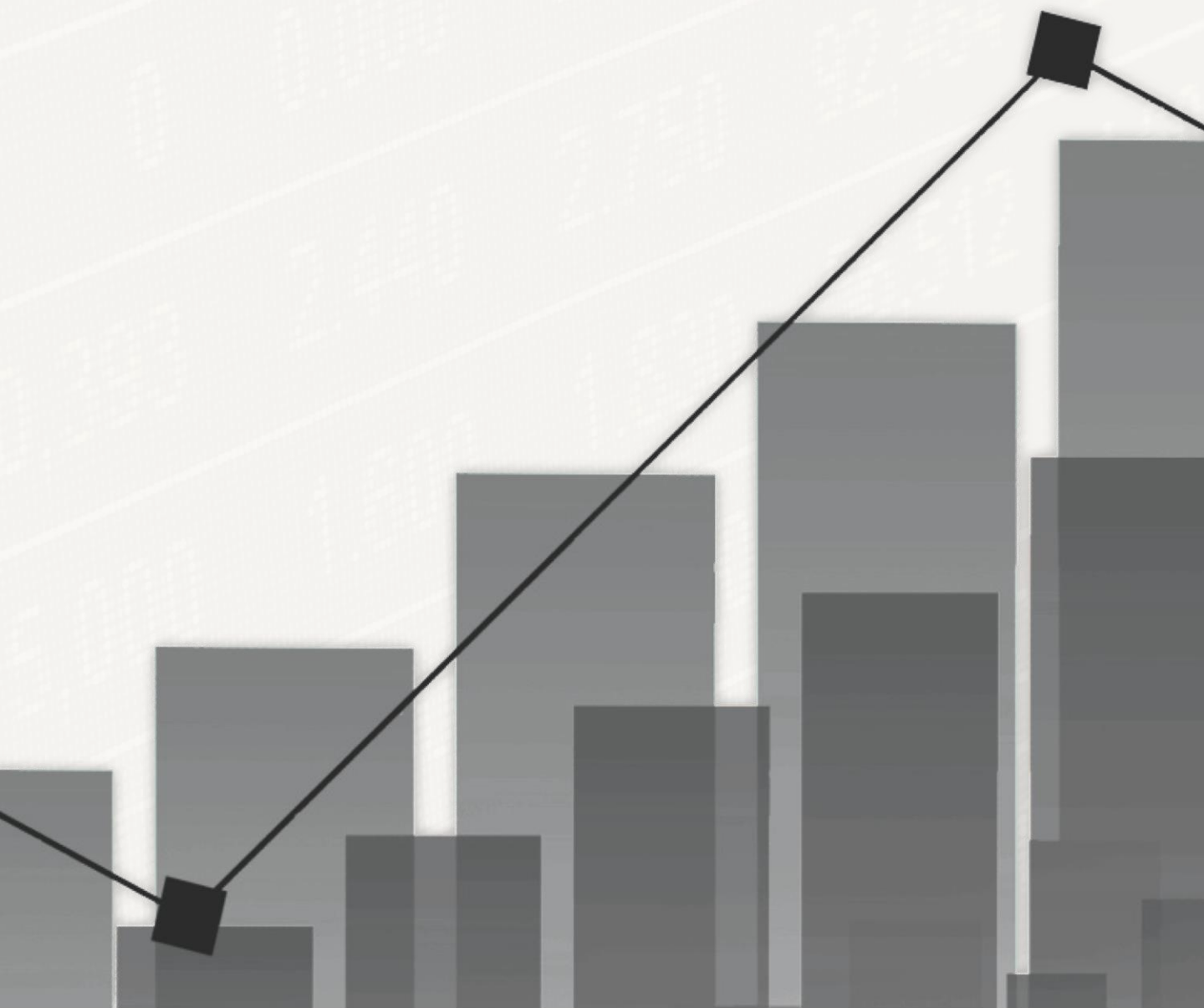
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Bayn Europe AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat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

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