

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



BAYN EUROPE

Bayn och Pändy bildar ett ledande Food Tech bolag

2020-03-27

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 varumärket Pändy, och säljer bland annat sockerreducerat godis, proteinbars, proteinchips, och sockerfria veganska energidrycker. Bayns och Pändys sammanslagning röstades igenom på Bayns extra bolagsstämma den 11 mars 2020, och tillsammans bildar de två bolagen ett av Stockholmbörsen första och största noterade *Food Tech* bolag.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Q4-kommentar	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell Prognos	11-13
Värdering	14-15
Bull & Bear	16
VD-intervju	17-18
Ledning & Styrelse	19-20
Appendix	21-22
Disclaimer	23

VÄRDEDRIVARE

8 av 10

Den sammanslagna koncernen med Bayn och Pändy 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. Bayn och Pändy kommer tillsammans också bilda en starkare och större organisation, med bättre förhandlingskraft vid ingående av nya affärer, samt med möjligheten att addera fler företag till organisationen över tid.

HISTORISK LÖNSAMHET

3 av 10

Bayn har historiskt visat negativt rörelseresultat för varje år som Bolaget varit operativt, och visar även negativt rörelseresultat på rullande 12 månader. Även Pändy har en historia av att vara olönsamma, med negativt resultat sedan Bolaget startades under 2015. Framgent ser dock möjligheterna för lönsamhet bättre ut, då den sammanslagna organisationen förväntas kunna realisera synergier och kostnadsbesparingar. 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, med flera nyckelpersoner som varit engagerade i Bolaget under en längre tid. Pändys styrelse består av erfarna investerare som Mikael Pettersson och Thomas Petré, och Analyst Group anser att den kommande styrelsen för den sammansatta organisationen kommer kombinera en god expertis inom både *Functional Foods* samt råvaror. Ägarbilden är mycket stark i Bayn, med ett stort insiderägande och där de 20 största ägarna tillsammans äger ca 60 % av de utestående aktierna, där bland annat Stillfronts VD Jörgen Larsson finns med som ägare av ca 1,1 % av kapitalet.

RISKPROFIL

7 av 10

Riskprofilen i den blivande organisationen med Pändy och Bayn tillsammans bedöms som hög, men som betydligt lägre än tidigare då Bayn stod på egna ben. Båda Bayn och Pändy är dock olönsamma baserat på senast tillgänglig information, och detta i kombination med att nuvarande kassa tillsammans med lånefinansiering endast estimeras räcka för att driva organisationen 2020 ut, gör att det sammansatta Bolaget får lågt betyg i termer av riskprofil.

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 OCH PÄNDY BILDAR ETT LEDANDE FOOD TECH BOLAG



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 hade Bolaget en omsättnings-tillväxt på över 85 %, och Bayns förutsättningar för att växa omsättningen framgent bedöms goda. Dels på grund av en ökad kontroll över hela värdekedjan och ökad potentiell försäljningstillväxt efter förvärvet av Pändy Foods, dels då Bolagets ledning har renodlat organisationen kraftig under de två senaste åren, och då Bolagets produkter bedöms ligga helt rätt i tiden. För helåret 2020 estimerar Analyst Group därför en kraftigt stigande försäljning, och en omsättningstillväxt om ca 452 % för Bayn, i samband med att Pändy Foods blir en del i Bolaget. Med detta som bakgrund sätts en P/S målmultipel om 8,0x för 2020, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering, vilket motiverar ett pris per aktie om ca 3,45 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 sockerreduceringstrenden.

Stark omsättningstillväxt under god kostnadskontroll leder till positivt resultat på sikt

Det huvudsakliga fokuset för Bayn framgent bedömer Analyst Group vara omsättningstillväxt, och att växa organisationen med nya förvärv. Bolaget estimeras visa en stark omsättningstillväxt under 2020, men EBIT-marginalen beräknas fortsatt vara negativ. Även efter 2020 väntas Bayn visa en hög tillväxttakt, och Analyst Group estimerar en omsättningstillväxt om ca 77 % under 2021 och en omsättningstillväxt om 65 % under 2022, i linje med att Bayn försätter expandera försäljningen av produkter under varumärket Pändy till nya marknader samt i takt med att EUREBA blir ett mer känt varumärke bland sockerersättande råvaror. Med växande omsättning kommer skalfördelar över tid, vilket kombinerat med synergieffekter från samgåendet med Pändy estimeras göra Bayn lönsamt på rörelsenivå under helåret 2022.

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 | 1,63 kr

VÄRDERINGSINTERVALL
BEAR
1,30 kr

BASE
3,45 kr

BULL
4,56 kr

BAYN EUROPE (BAYN)				
Senast betalt (2020-03-26)	1,63			
Antal Aktier	83 955 629			
Market Cap (MSEK)	136,8			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-1,85			
Enterprise Value (MSEK)	135,0			
V.52 prisintervall (SEK)	1,06 – 4,07			
Lista	Nasdaq First North			
UTVECKLING				
1 månad	-12,83 %			
3 månader	16,43 %			
1 år	-39,41 %			
YTD	17,69 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: BAYN)				
Seved Invest (Thomas Petré)	14,69 %			
Semroen AB (Simon Petré)	7,06 %			
Deck Af Lilja AB (Tommy Jönsson)	6,76 %			
Första Entreprenörsfonden	4,56 %			
Danica Pension*	2,97 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Patrik Edström			
Styrelseordförande	Peter Werme			
FINANSIELL KALENDER				
Årsstämma 2020	2020-04-20			
PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E	2021E
Omsättning	3,2	6,0	32,9	58,3
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>42,7%</i>	<i>85,3%</i>	<i>451,6%</i>	<i>77,3%</i>
Bruttoresultat	3,7	2,1	13,3	23,6
<i>Bruttomarginal</i>	<i>73,4%</i>	<i>29,7%</i>	<i>36,7%</i>	<i>38,1%</i>
EBITDA	-7,8	-12,8	-10,9	-3,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-156,0%</i>	<i>-214,7%</i>	<i>-30,0%</i>	<i>-5,8%</i>
Nettoresultat	-10,3	-15,3	-13,5	-6,3
<i>Nettomarginal</i>	<i>-205,7%</i>	<i>-256,4%</i>	<i>-37,2%</i>	<i>-10,2%</i>
P/S	15,3	12,4	4,2	2,3
EV/S	14,9	12,1	4,1	2,3
EV/EBITDA	-6,1	-5,6	-12,4	-37,7

*Det är flera privatpersoner som äger aktier genom Danica Pension, bland annat Mikael Pettersson, Michael Lundgren m.fl.)

INVESTERINGSIDÉ

Bayns underliggande marknader växer starkt

Bayn verkar, i och med förvärvet av Pändy Foods, på tre huvudsakliga marknader: *sötningemedelsmarknaden*, marknaden för *functional foods*, 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 41,4 % och en erfaren styrelse och ledning

Bayns nuvarande styrelse och ledning, tillsammans med insiderpersoner från Pändy Foods, äger tillsammans ca 41,4 % 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 Petré samt Simon Petré, styrelseordförande respektive medgrundare och VD för Pändy Foods innan bolaget fusionerades med Bayn, som innehar ett ägande om ca 14,7 % respektive ca 7,1 % av kapitalet. Utöver detta äger bland annat Bayns styrelseordförande Peter Werme totalt ca 5,3 % av kapitalet, genom bolag och privat, samt Bayns VD Patrik Edström ca 0,5 % av kapitalet. Andra noterbara ägare är bland annat Pändys övriga två medgrundare, Jonatan Hwang samt Robert Ingre, som vardera äger ca 2,9 % av kapitalet, samt börsnoterade spelbolaget Stillfronts VD Jörgen Larsson som äger ca 1,1 % 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 även att Bayns styrelse kommer förstärkas med nyckelpersoner från Pändy Foods, 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 varumärket Pändy, som är ett av de ledande varumärkena inom vissa produktkategorier på dessa två marknader enligt smaktester, samt dels genom att Bayn säljer sina 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 merförsäljning.

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

Både Bayn och Pändy Foods 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 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, och 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 -37,0 % år 2020 till en estimerad EBIT-marginal om 7,1 % under år 2023.

Växande organisation och lönsamhet över tid möjliggör nya förvärv

I takt med att Bayn växer som bolag och över tid når lönsamhet så ökar möjligheterna för ytterligare förvärv. Både Pändys VD Simon Petré och Bayns VD Patrik Edström har uttalat sig om målsättningen att bygga ett ledande Food Tech bolag med omsättning på miljardnivå, och de har även talat om ökande behov av konsolidering inom marknaden för hälsosamma- och sockerreducerande livsmedel. Analyst Group tror förvärv kan bli aktuellt för Bayn under år 2021, och att Bayn i detta fall kommer göra ett kompletterande förvärv som kommer ge gruppen ökad teknologihöjd samt nya försäljningskanaler.

Motiverat värde om 3,45 kr per aktie på 2020 års prognos

För räkenskapsåret 2020 estimeras i ett Base scenario en omsättningstillväxt om 452 %, vilket tillsammans med en målmultiplikation om 8,0x P/S ger en motiverad värdering om 3,45 kr aktien. Vid annorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

INSIDERÄGANDE
OM CA 41,4 %

SKALFÖRDELAR I
TAKT MED ATT
BOLAGET VÄXER
DE SÅLDA
VOLYMERNA

Q4-19 KOMMENTAR

FUSION MED PÄNDY FOODS

Bayn levererade en godkänd Q4-19, och visade på en ensiffrig omsättningstillväxt. Bolaget har upplevt en hög efterfrågan på sina produkter under räkenskapsåret 2019, och tog en rekordstor order om 17 ton EUREBA under året samtidigt som Bolaget uppnådde sin högsta omsättning någonsin. Två av de kanske mest intressanta händelserna inträffade dock efter 2019 års slut, under januari respektive februari 2020. I januari slöt Bayn avtal med Cornelius, som är Storbritanniens ledande tillverkare och distributör av specialkemikalier, tillsatser och ingredienser till livsmedelsindustrin, och i februari ingick Bolaget i avsiktsförklaring om fusion med Pändy Foods AB, ett ledande svenskt företag inom functional- och protein-enhanced foods.

MSEK	Q4-18	Q4-19 Estimat	Q4-19 utfall
Nettoomsättning	1,2	1,7	1,3
Aktiverat arbete för egen räkning	0,3	0,3	0,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,5	0,0
Totala intäkter	1,5	2,5	1,5
COGS	1,2	-1,2	-1,1
Bruttoresultat	2,7	1,3	0,4
<i>Bruttomarginal</i>	<i>183,6%</i>	<i>52,0%</i>	<i>26,6%</i>
Övriga externa kostnader	-1,2	-0,6	-2,7
Personalkostnader	-2,0	-2,1	-0,9
Övriga rörelsekostnader	0,1	-0,7	-0,7
EBITDA	-0,3	-2,1	-4,0
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-56,0%</i>	<i>44,0%</i>	<i>144,0%</i>
Avskrivningar	-0,8	-0,8	-0,8
EBIT	-1,0	-2,9	-4,8
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-101,1%</i>	<i>-118,2%</i>	<i>-320,8%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,3	0,0
EBT (Res. före skatt)	-1,1	-3,2	-4,8
Skatt	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-1,1	-3,2	-4,8
<i>Nettomarginal</i>	<i>-105,7%</i>	<i>-128,6%</i>	<i>-323,5%</i>

Sammanfattning av rapporten

Under Q4-19 så uppgick omsättningen till ca 1,3 MSEK (1,2), vilket motsvarar en omsättningstillväxt om ca 8 % Q-on-Q. Rörelseresultatet (EBIT) var under perioden -4,8 MSEK, ner från ca -1 MSEK för jämförbar period föregående år. På nettoresultatnivå minskade resultatet från -1,1 MSEK för Q4-18 till -4,8 MSEK under Q4-19. Räkenskapsåret 2019 var Bayns starkaste år hittills, med en rekordstor försäljning, vilket gjorde att omsättningen växte med ca 85 % på helårsbasis jämfört med ifjol. Bolaget fortsätter dock att visa förlust, och nettoförlusten ökade på helårsbasis från ca -10,3 MSEK år 2018 till ca -15,3 MSEK för räkenskapsåret 2019.

Under våra förväntningar

Även om Bayn levererade en relativt bra rapport för Q4-19 och visade på omsättningstillväxt, så var både omsättningen samt resultatet under våra förväntningar. Omsättningen för kvartalet var 1,3 MSEK, således ca 400 tSEK lägre än estimerat, och EBIT uppgick till -4,8 MSEK mot prognostiserade -2,4 tSEK. I nettoresultat räknade vi med ett resultat om ca -2,6 MSEK, vilket var högre än det nettoresultat om -4,8 MSEK som Bayn levererade. Bayns omsättning kommer från mycket låga nivåer, vilket gör att individuella orders kan ha mycket hög betydelse för bolagets omsättning, och gör att det kan bli slagit från kvartal till kvartal. Framgent kommer vi därför nära bevaka de orders som Bolaget kommer att kommunicera.

Uppdaterad omsättningsprognos med Pändy medräknat

Vi har uppdaterat våra omsättningsprognoser för de kommande åren där vi inkluderar Pändy som en del av Bayn, då det nyligen röstades igenom på Bayns extra bolagsstämma den 11 mars 2020 att bolagen kommer fusioneras.

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT OM
CA 8 %

BOLAGSBESKRIVNING

BAYN HAR
FLERA
VÄLKÄNDA
KUNDER,
DÄRIBLAND:



När livet leker

TWEK
SWEETS WITH BENEFITS

ICA



CIRCLE K

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 med högt proteininnehåll. Bolaget grundades 2009, och har historiskt endast sålt rena- samt egenutvecklade råvaror, men i och med förvärvet av Pändy Foods säljer Bayn nu produkter som proteinbars, godis, chips, och energidrycker.

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, SIA Glass, samt Tweek.
- **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 varumärket Pändy, säljer Bolaget:

- **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.
- **Energidrycker** – energidryckerna finns i tre smakvariationer och är veganska, sockerfria, och innehåller koffein.
- **Godis** – Bolaget säljer även sockersnålt godis, med endast 2 gram socker per 100 gram, under Pändy-varumärket. Godiset är även mer proteinrikt än vanligt godis.

En av grundtankarna med Pändys 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 högt proteininnehåll, och att konsumenter inte ska behöva ha dåligt samvete över att konsumera Pändys produkter på daglig basis. Med detta som bakgrund föddes Pändys slogan: "Monday to Sunday".

Pändys produkter har generellt mycket goda recensioner från hemsidor som svensktkosttillskott.se, svenskalsokost.se, samt stack3d.com, där bland annat Stack3d & Generation Iron skrev följande i en recension av Pändy's 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 Pandy Candy Bars are equally impressive. Simply put, the Pandy 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
PÄNDYPRODUKTER

BOLAGSBESKRIVNING

Affärsmodell

Bayn tjänar pengar på att sälja EUREBA och NAVIA, produkterna under Pändy-varumärket, samt 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 när det kommer till råvaror, samt mindre paket, exempelvis 10-pack, med produkter när det kommer till Pändyprodukterna. 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 produkter säljs delvis genom distributörer inom livsmedel och sportnutrition, men även genom e-handelspartners som exempelvis apotea.se och svensktkosttillskott.se.

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, samt fortsätta expandera försäljning av Pändyprodukterna till nya marknader samt lansera nya produkter.

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 Pändyprodukterna från fabrik. En utmaning framöver för Bayn blir att effektivisera sina inköp samt 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.

EUREBA OCH
PÄNDYPRODUKTERNA
FÖRVÄNTAS DRIVA
TILLVÄXTEN
FRAMGENT

KOSTNAD SÅLDA
VAROR ÄR DEN
STÖRSTA
KOSTNADSDRIVAREN

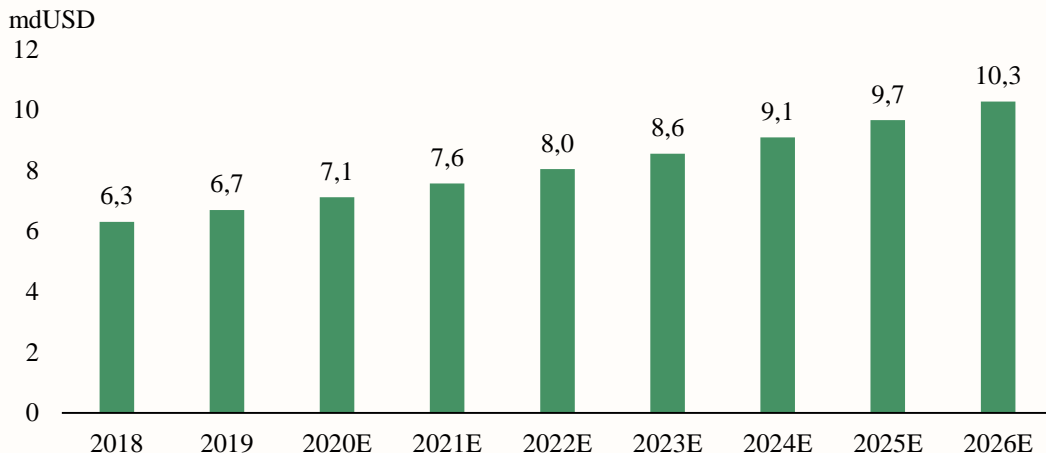
MARKNADSANALYS

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

SKIFTET BORT
FRÅN SOCKER
DRIVER
TILLVÄXT

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

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

Sötningsmedelsbranschen domineras i dagsläget av kemiskt framtagna sötningsmedel

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

MARKNADSANALYS

Marknadsanalys av marknaderna för functional foods och high protein food

Pändys produkter säljs idag på mer än 15 marknader runt om i världen, och planen är att fortsätta expandera till nya marknader framgent. Pändyprodukterna återfinns inom produktkategorierna functional- och protein-enhanced foods, vilka båda är två produktkategorier som har hög tillväxt. 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.

På Pändys underliggande marknader finns många större globala aktörer, som PepsiCo, Glanbia Nutritionals, och Clif Bar & Company, men även mindre aktörer som endast är etablerade inom särskilda regioner, där Midsona Group är ett exempel. Marknaderna karakteriseras av att de generellt inte är dominerade av några enskilda spelare globalt, utan att vissa bolag istället är väldigt starka i särskilda regioner, och andra bolag i andra regioner.

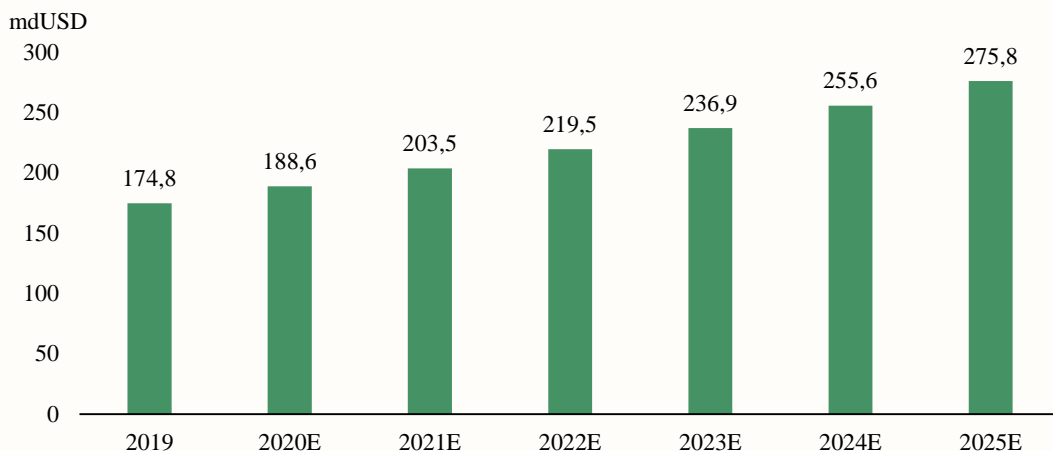
Tillväxten i Pändys underliggande marknader drivs av trender som ett ökat hälsofokus och ökad hälsomedvetenhet bland konsumenter, trenden mot inget eller minskat sockernehåll inom många produktkategorier, en trend som är särskilt påtaglig inom de produktkategorier som Pändys produkter faller inom, samt av en ständig produktinnovation.

Marknaden för functional foods förväntas växa med en CAGR om 7,9 % mellan åren 2019 och 2025.

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

Estimerad tillväxt för marknaden för functional foods

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



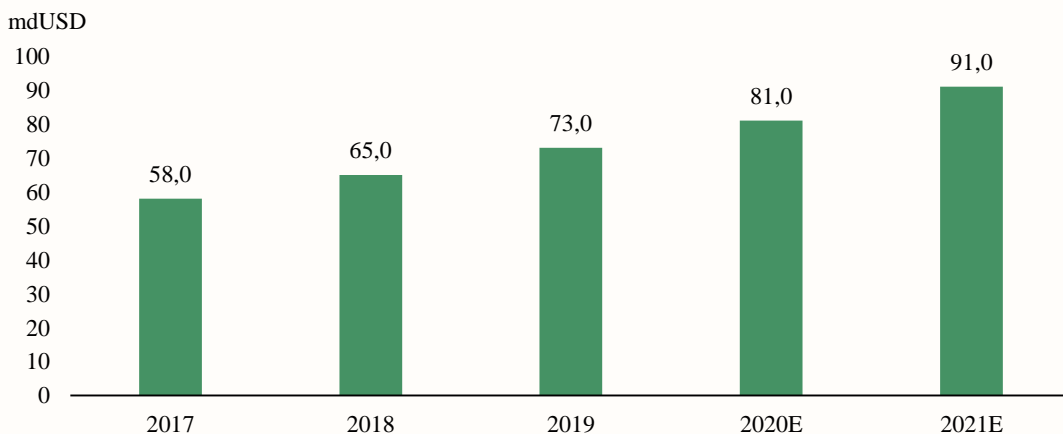
Källa: Statista

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

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

Estimerad tillväxt för marknaden för high protein food

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



Källa: TechNavio

FINANSIELL PROGNOIS

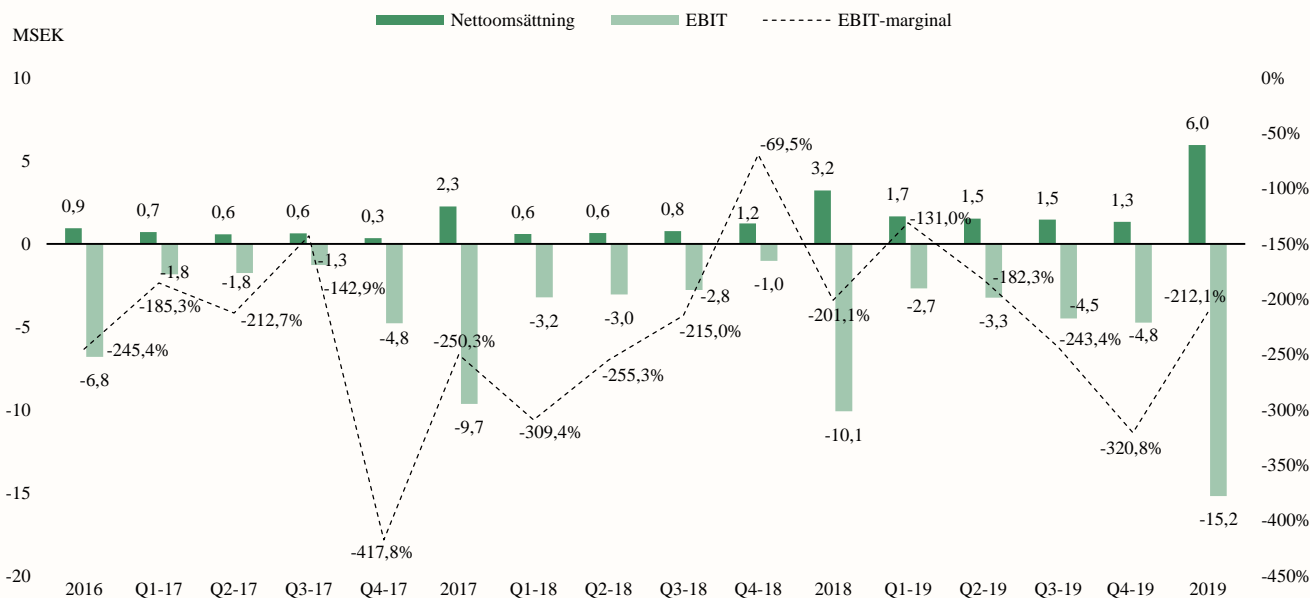
Bayn har historiskt visat på god omsättningstillväxt

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 helåren 2018 och 2019.

För räkenskapsåret 2018 så hade bolaget en omsättningsökning på ca 42,7 % från föregående år, och Bayn visade en mycket stark omsättningstillväxt under helåret 2019 om ca 85 %. Kvartalsmässigt har Bolaget, kvartal till kvartal, nu haft omsättningstillväxt i de senaste 7 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 2020 förväntas Bolaget fortsätta exekvera på sin tillväxtstrategi, och Bayn bedöms satsa hårt på sitt EUREBA sortiment och på att expandera försäljningen av Pändyprodukter till nya marknader. Bayn väntas kapitalisera på trenden att konsumenter efterfrågar glass med ekologiska råvaror samt med mindre kalorier, och förväntas ta nya kunder inom glassindustrin, samtidigt som Bolaget även utnyttjar de nya försäljningskanalerna som Pändy bidragit med för att skapa korsförsäljning. Under år 2020 förväntas Bayn också även släppa en sockerersättande konsumentprodukt, för att öka kännedomen om EUREBA och utbilda konsumenter i hur denna typ av produkt kan användas istället för socker. Ovanstående, i kombination med att Pändy kommer bli en del av Bayn under 2020, resulterar i en estimerad omsättningstillväxt om ca 452 % på helåret 2020.

Under 2021 förväntas Bayn öka omsättningen med ca 77 % jämfört med föregående år. Detta drivs av att Bayn bedöms göra ett komplimenterande förvärv under året, av att EUREBA börjar bli ett alltmer känt varumärke och att den danska glassleverantören Paradis Glass väntas lansera ett sortiment glass med EUREBA i sina glassbutiker, samt av att nya smaker och produkter under varumärket Pändy lanseras under året.

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 Pändyprodukter fortsätter öka. Med ökande sålda volymer lyckas Bayn uppnå skalfördelar, vilket beräknas stärka bruttomarginalen mellan år 2022 och år 2023. Mellan 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 65 % och ca 58 %.

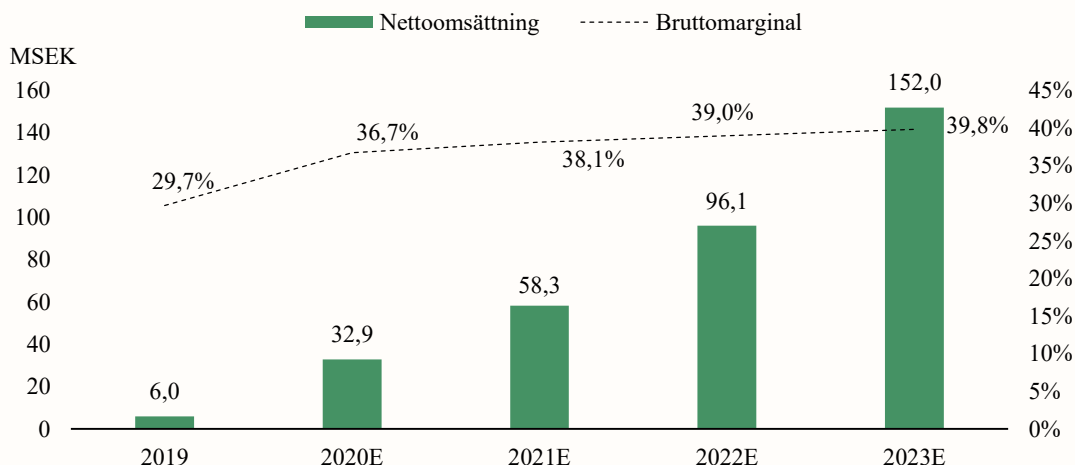
**ESTIMERAD
OMSÄTTNINGSTILLVÄXT
OM
452 % FÖR 2020**

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

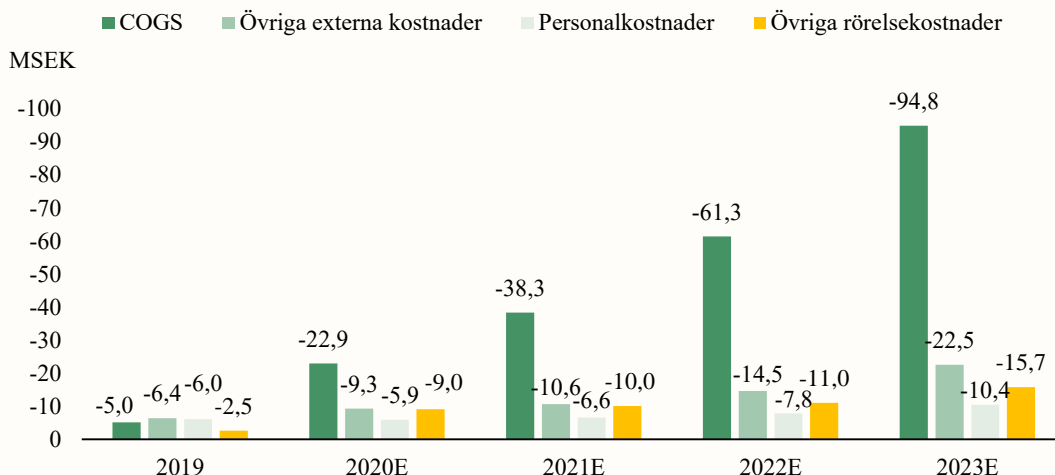
Kostnad sålda varor (COGS i grafen nedan) kommer öka i linje med att Bolaget ökar sålda volymer av EUREBA, NAVIA och Pändyprodukterna, där EUREBA tillsammans med Pändyprodukterna estimeras vara det som huvudsakligen driver de sålda volymerna och därmed kostnaden för sålda varor. Denna kostnadspost estimeras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

För att Bayn ska kunna expandera, samt i takt med att Bolaget expanderar, så bedöms behovet av att anställa ytterligare personal uppstå. Personalkostnaderna bedöms dock minska initialt i samband med att Bayn lyckas realisera kostnadsbesparingar från synergier genom förvärvet av Pändy. Personalkostnaderna estimeras gå från 5,9 MSEK år 2020 till 10,4 MSEK år 2023, då Analyst Group bedömer att Bayn kommer öka antalet heltidsanställda med ca 2 till 8 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 9,3 MSEK till 22,5 miljoner SEK respektive 9,0 MSEK till 15,7 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 Pändy 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 PROGNOSES

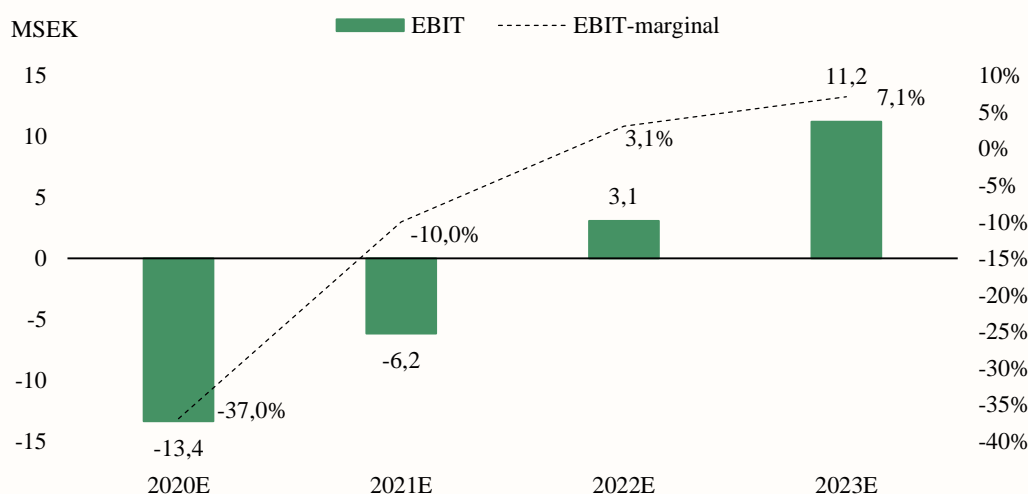
**EBIT-
RESULTATET
STIGER
KRAFTIGT**

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. Tillskottet av Pändy 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. Den sammanslagna koncernen med Bayn och Pändy förväntas därför nå en högre lönsamhet på EBIT-nivå än vad vi hade estimerat när Bayn stod på egna ben. Bayn förväntas i ett Base scenario visa sitt första positiva EBIT-resultat under år 2022, med en EBIT-marginal om 3,1 %, för att sedan mer än dubbla marginalen under år 2023, till en EBIT-marginal om 7,1 %.

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	32,9	58,3	96,1	152,0
Aktiverat arbete för egen räkning	2,8	3,1	3,8	5,0
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	36,2	62,0	100,4	157,5
COGS	-22,9	-38,3	-61,3	-94,8
Bruttoresultat	13,3	23,6	39,1	62,7
<i>Bruttomarginal</i>	36,7%	38,1%	39,0%	39,8%
SG&A	-24,2	-27,2	-33,4	-48,7
EBITDA	-10,9	-3,6	5,8	14,0
<i>EBITDA-marginal</i>	-30,0%	-5,8%	5,8%	8,9%
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-13,4	-6,2	3,1	11,2
<i>EBIT-marginal</i>	-37,0%	-10,0%	3,1%	7,1%
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-13,5	-6,3	2,9	11,1
Skatt	0,0	0,0	-0,6	-2,4
Nettoresultat	-13,5	-6,3	2,3	8,6
<i>Nettomarginal</i>	-37,2%	-10,2%	2,3%	5,5%

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%	85,3%	451,6%	77,3%	64,9%	58,1%
Bruttomarginal	48,6%	73,4%	29,7%	29,7%	36,7%	38,1%	39,0%	39,8%
EBITDA-marginal	-200,2%	-156,0%	-178,5%	-178,5%	-30,0%	-5,8%	5,8%	8,9%
EBIT-marginal	-250,3%	-201,1%	-212,1%	-212,1%	-37,0%	-10,0%	3,1%	7,1%
Nettomarginal	-259,0%	-205,7%	-213,2%	-213,2%	-37,2%	-10,2%	2,3%	5,5%
P/S*	21,9	15,3	12,4	6,2	4,2	2,3	1,4	0,9
EV/S*	21,2	14,9	12,1	6,1	4,1	2,3	1,4	0,9
EV/EBITDA	-6,2	-6,1	-5,6	-10,5	-12,4	-37,7	23,3	9,6
EV/EBIT	-5,0	-4,7	-4,7	-8,9	-10,1	-21,8	43,7	12,0
P/E-tal	-4,9	-4,8	-4,8	-9,0	-10,2	-21,7	59,5	15,8

*12R = 12 månader rullande. På 12 månaders rullande inkluderas Pändys totala intäkter om ca 14,9 MSEK under 2019 som en del av Bayns totala intäkter, vilket gör att både P/S- och EV/S-multipeln ger en mer rättvisande bild av Bayns värdering i nuläget. Pändys hela pro-forma resultat är inte publikt, varför EV/EBITDA, EV/EBIT, samt P/E fortfarande är beräknade med endast Bayns siffror som nämnare.

För att ge perspektiv på Bayns värdering så jämförs Bolaget med tre andra Food tech Bolag, Beyond Meat, Lohilo Foods, 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	Bruttomarginal
15,2	14,3	33,5%

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

Beyond Meat är noterat på Nasdaq i USA, och har ett marknadsvärde om ca 4,5 miljarder USD, och sen företaget noterades den 2 maj 2019 så har aktien stigit med över 141 %, per den 17 mars 2020. Uppgången har grundats i en mycket hög omsättningstillväxt, som på rullande 12 månader ligger på ca 239 % jämfört med helåret 2018. Beyond Meat har hittills inte förvärvat några bolag, men har flera nya köttalternativsprodukter under produktion. Företaget har runt 400 anställda och har huvudkontor i Kalifornien.



P/S	EV/S	Bruttomarginal
26,5	26,0	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 verksam 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 3 stycken heltidsanställda, och är noterat på First North Growth Market med ett börsvärde om ca 54 MSEK.

frill

P/S	EV/S	Bruttomarginal
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 54 MSEK.

VÄRDERING

Jämförelse av Bayn och peers

12R	Bayn	Beyond Meat	Veg of Lund	Frill
Omsättningstillväxt	85,3%	239,0%	126,4%	-39,3%
Bruttomarginal	29,7%	33,5%	37,0%	14,3%
EBITDA-marginal	-178,5%	2,6%	-656,7%	-739,3%
EBIT-marginal	-212,1%	-0,2%	-674,2%	-739,3%
Nettomarginal	-213,2%	-4,2%	-693,7%	-774,5%
P/S	6,2	15,2	26,5	19,7
EV/S	6,1	14,3	26,0	17,5
EV/EBITDA	-10,5	455,5	-4,0	-3,4
EV/EBIT	-8,9	-7095,1	-3,9	-3,4
P/E	-9,0	-205,0	-3,8	-3,6

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 6,1x P/S, givet att vi inkluderar Pändys pro-forma siffror som en del av de totala intäkterna för Bayn på rullande 12 månader.

Med en P/S-värdering om 6,1x är Bayn avsevärt lägre värderat än Frill, trots en mycket högre tillväxt. Frills värdering kan anses ta höjd för den unikt 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.

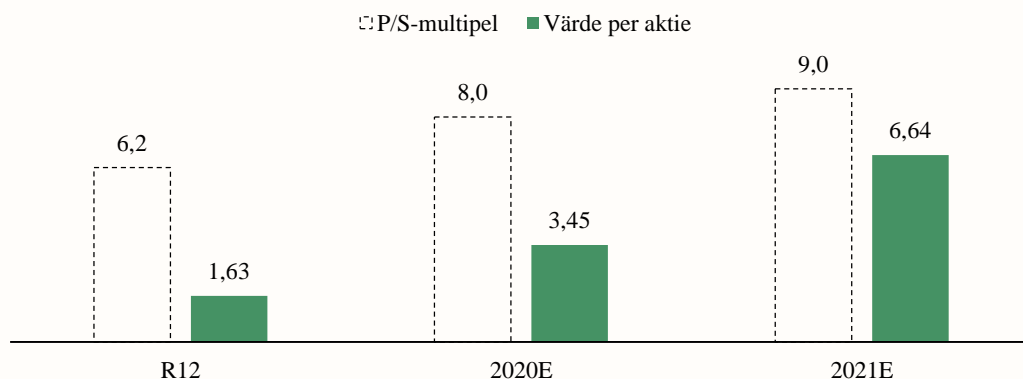
Veg of Lund är likt Bayn ett Food Tech bolag, och är som Bayn även noterat på First North, där bolaget noterades den 10 februari 2020. Veg of Lund värderas främst på framtida potentiell försäljning av bolagets vegetabiliska mjölkalternativ, då nuvarande omsättning är nästintill obefintlig, samt på värdet av bolagets unika patent som ligger till grunden för deras produkter. Veg of Lund handlas till ett P/S-tal om ca 26,5 jämfört med Bayns P/S om 6,2x, 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.

Bayns produktionsprocess och möjligheterna som ett patent skulle innebära är något som marknaden grovt har underskattat anser Analyst Group. Optionen på att Bolaget får patent på produktionsprocessen tillsammans med goda tillväxtutsikter och förvärvsmöjligheter, rättfärdigar en P/S-multipel om 8x för år 2020, vilket motiverar en aktiekurs om 3,45 kr, och en P/S-multipel om 9x för år 2021, motsvarande en aktiekurs om 6,64 kr.

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

**3,45 KR PER
AKTIE I ETT
BASE SCENARIO**

BULL & BEAR

Bull scenario

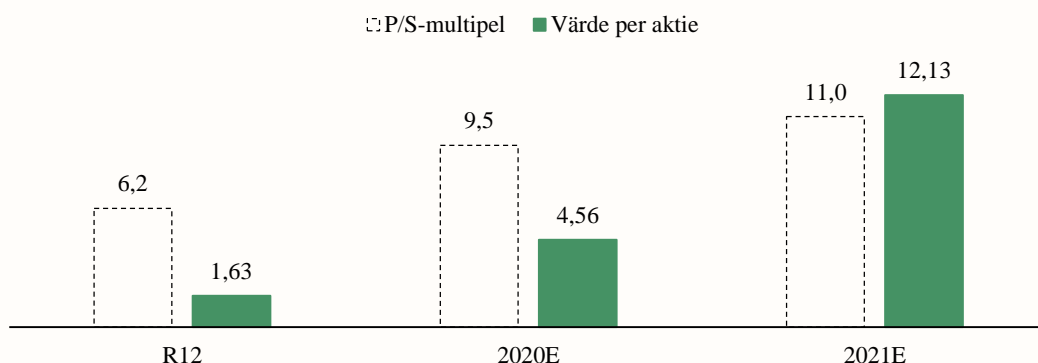
I ett Bull scenario för 2020 estimeras Bayn visa en omsättningstillväxt om ca 521 %, vilket i kombination med god kostnadskontroll gör att Bolaget visar positivt EBIT-resultat för första gången. Omsättningsökningen drivs av att produkterna som säljs under Pändy-varumärket ökar samt att både EUREBA och NAVIA segmenten visar tillväxt.

År 2021 bedöms bli ett genombrottsår för Bayn i ett Bull scenario, och omsättningen estimeras stiga kraftigt, och växer från ca 37, MSEK till ca 89 MSEK. Omsättningsökningen drivs främst av att EUREBA produktsortimentet estimeras får stort genomslag inom flera industrier, av nya lanseringar av Pändyprodukter, samt av att Bayn estimeras göra ett förvärv under året. Med bakgrund av den kraftiga omsättningsökningen och en kostnadsbas som växer i en lägre takt än omsättningen, så estimeras Bayn göra sitt första positiva resultat på EBIT-nivå för helåret 2021 i ett Bull scenario.

I ett Bull scenario appliceras en P/S-multipel för 2020 om 9,5x på Bayns aktie, vilket ger ett värde per aktie om 4,56 kr. För 2021 appliceras en P/S-multipel om 11x vilket resulterar i ett värde per aktie om 12,13 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

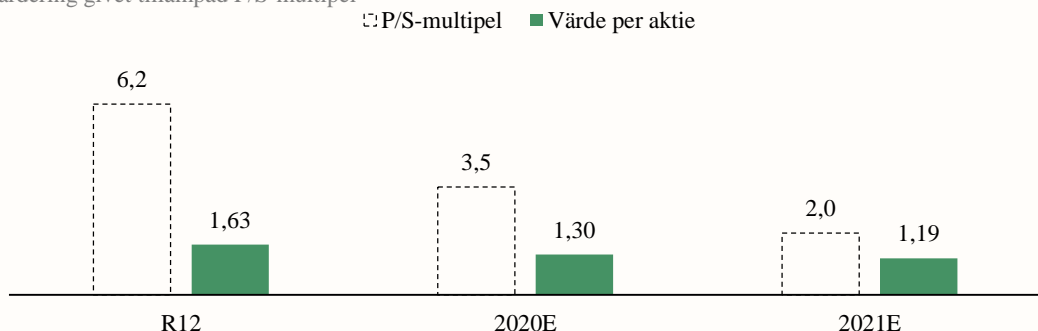
I ett Bear scenario för år 2020 så estimeras Bayn fortsätta ta orders och sälja in EUREBA med fokus på glassindustrin, vilket tillsammans med stigande försäljning av Pändyprodukterna gör att omsättningen estimeras växa med 369 %. Bayns kostnadskontroll förblir dock svag, och även om omsättningen estimeras växa i en högre takt än kostnaderna så ökar Bolagets förlust år 2020 från föregående år, då kostnadsbasen kommer från höga nivåer, vilket tvingar Bolaget till en nyemission under H2 2020.

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 -14,1 MSEK, men Bolagets finansiella situation tvingar dem att göra nyemission även under år 2021.

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 1,30 kr för år 2020, och en aktiekurs om 1,19 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

**4,56 KR PER
AKTIE I ETT
BULL SCENARIO**

**1,30 KR PER
AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO**

Q4-19 VD-INTERVJU



Under Q4-19 steg omsättningen med ca 8 %, jämfört med samma period föregående år. Vilka var de drivande faktorerna för omsättningsökningen?

Med ökande volymer har vi nu kommit upp i tillräckligt hög nivå för att kunna tillverka enligt den nya processen. Det gör att vi inte längre har en närliggande flaskhals i produktionskapaciteten, något som tidigare varit en utmaning.

Personalkostnaderna halverades mellan Q4-19 och Q4-18. Vad beror det på?

Under Q4-18 hade vi för stor personalstyrka, men även dagens struktur kan komma att reduceras som ett resultat av förvärvet av Pandy Foods, där vi räknar med att kunna eliminera överflödiga dubbelkostnader.

Hur tror du efterfrågan på er underliggande marknad kommer se ut framgent?

Den kommer att öka; vi ser ett ständigt ökande antal inkommande förfrågningar och ur ett större makroperspektiv så är den fundamentala tillväxten i marknaden mycket stark. Vi skrapar fortfarande bara på ytan.

Vilka marknader ser ni starkast tillväxtpotentialer på framgent? Hur bedömer ni potentialen i Kina?

Marknader som Kina och USA har ju fantastisk potential i kraft av sina befolkningsstorlekar respektive sin konsumtionskraft, men man skall inte underskatta de regulatoriska utmaningar som finns i att starta upp samarbeten där.

Detta är ett pågående arbete som vi lagt grunden till under 2019, där vi har en god förståelse för marknadsklimatet via vår grundare Lucy Dahlgren som är född i Guangzhou-provinsen och som förfogar över ett mycket bra nätverk i Kina. Dessutom har vi smygstartat i liten skala med olika transatlantiska initiativ.

En annan intressant marknad som ligger i vårt närområde, även om det inte längre är EU, och som vi förväntar oss mycket av är Storbritannien, där myndigheterna ligger i framkant vad avser att via lagstiftningen styra över konsumenterna mot en socker-snålare linje.

Kan du beskriva några av de renodlande åtgärder som ni har utfört i Bayn under 2019. Kommer ni fortsätta arbetet med att renodla organisationen under 2020? Och i sådant fall hur/vad har ni för planerade åtgärder framgent?

Vi är här ett ökat teknikfokus som food-tech bolag i den bemärkelsen att vi investerat ytterligare utveckling som fokuserar mer på produktionsprocessen där vi nu har möjligheten att ta fram nya homogena råvaror som är sammansatta av en mängd råvaror för att sedan skräddarsys efter kundens behov.

Grunden i detta är våra sötade fiber EUREBA® vilken gör det möjligt att ersätta socker rakt av utan om-formuleringar eller justeringar av grundrecepten hos våra kunder. Det finns även många andra applikationsområden för detta och i ett längre perspektiv kommer processen även vara en attraktiv metod för andra applikationsområden av sammansatta livsmedel.

Vår patentansökan som avser såväl produkt-patent som metod-patent är ett bra exempel på den ökade teknologihöjden och vi ämnar fortsätta höja utvecklingen i strävan mot att bli det ledande food-tech bolaget inom sockerreduktion.

Organisatoriskt har vi digitaliserat och automatiserat flera led i processen, där vi har och kommer fortsätta eliminera ineffektiva steg i processen. Då kan vi skapa ett relativt sett större värde med vår personalstyrka.

Q4-19 VD-INTERVJU



Ni har som målsättning att omsätta 15 MSEK under 2020. Hur ska ni arbeta för att nå detta mål? Finns det några flaskhalsar som hindrar er från att nå dit?

Vi ser inga problem att nå dit, men vi har ju även en ”stretch-target” och skall vi nå dit, så behöver vi utveckla en ännu vassare supply-chain, så det är givetvis en viktig funktion som vi fokuserar på att förstärka ytterligare.

Förutsatt att förvärvet av Pändy Foods blir godkänt på den extra bolagsstämman, vad kommer er konkurrensfördel som bolag vara mot konkurrenter som exempelvis Lohilo Foods?

Med förvärvet av Pändy får vi in ett fantastiskt team som är duktiga inom produktinnovation och produktionsteknologi. Tillsammans kommer vi nu att tillhandahålla framtidens sammansatta livsmedelsprodukter och erbjuda en mycket hög teknologi- och innovationshöjd till andra varumärken och tillverkare.

Absolut kan man se Lohilo m.fl. som en potentiell konkurrent för varumärket Pändy, men vår ambition är snarare att arbeta med Pändy som vårt eget proof-of-concept-brand där vi istället kan påvisa att produkterna är riktigt bra och fungerar, säljs och är efterfrågade av slutkonsumenter.

Ambitionen är att det gör oss till en mycket attraktiv leverantör och samarbetspartner till andra varumärken, så som Lohilo. Vi ser positivt att det finns flera varumärken, som drivs av duktiga entreprenörer och har en vilja att förändra och utveckla marknaden. På så sätt får vi en accelererad acceptans hos retail-kedjorna och ökade möjligheter för nya och förbättrade livsmedel.

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.

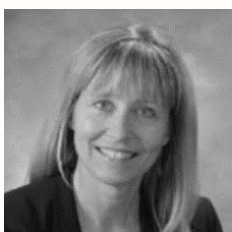
Aktieinnehav (andel av Bolaget): privat 604 204 st (0,72 %) samt 3 828 807 st (4,56 %) genom Första Entreprenörsfonden.



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 (1,76 %).



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 (0,02 %) samt 410 703 st (0,49 %) 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): 431 394 st (0,51 %).



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 %).



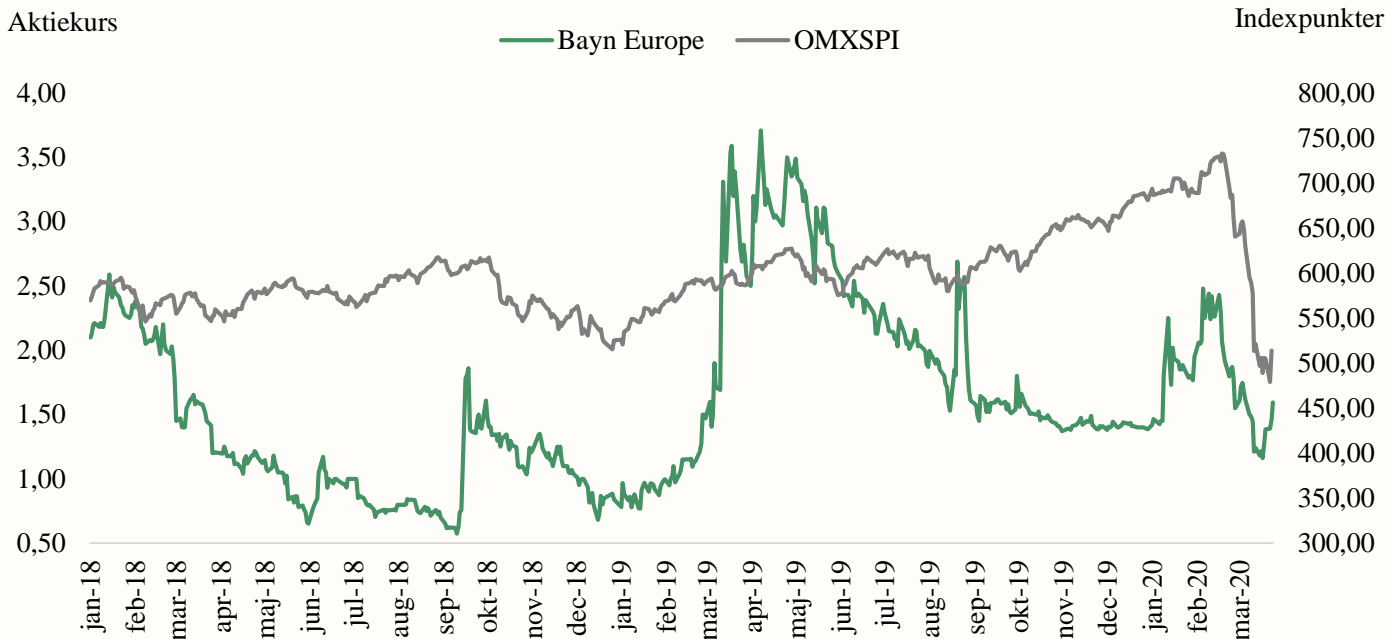
Mats Källqvist, Sales and Marketing Director & VD för Bayn Brands

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 (0,004 %).

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
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	1,5	1,3
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
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
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
COGS	-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
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
<i>Bruttomarginal</i>	<i>57,7%</i>	<i>48,6%</i>	<i>73,4%</i>	<i>51,3%</i>	<i>63,8%</i>	<i>86,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>22,1%</i>	<i>37,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>183,6%</i>	<i>22,4%</i>	<i>15,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>26,6%</i>
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
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
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-240,4%</i>	<i>-200,2%</i>	<i>-156,0%</i>	<i>-178,0%</i>	<i>-203,8%</i>	<i>-134,3%</i>	<i>-268,4%</i>	<i>-261,5%</i>	<i>-213,4%</i>	<i>-176,3%</i>	<i>-18,4%</i>	<i>-103,4%</i>	<i>-150,6%</i>	<i>216,2%</i>	<i>144,0%</i>
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
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
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-245,4%</i>	<i>-250,3%</i>	<i>-201,1%</i>	<i>-185,3%</i>	<i>-212,7%</i>	<i>-142,9%</i>	<i>-417,8%</i>	<i>-309,4%</i>	<i>-255,3%</i>	<i>-215,0%</i>	<i>-69,5%</i>	<i>-131,0%</i>	<i>-182,3%</i>	<i>243,4%</i>	<i>-320,8%</i>
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
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
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
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
<i>Nettomarginal</i>	<i>-249,0%</i>	<i>-259,0%</i>	<i>-205,7%</i>	<i>-187,8%</i>	<i>-215,5%</i>	<i>-144,5%</i>	<i>-441,7%</i>	<i>-311,2%</i>	<i>-268,4%</i>	<i>-210,8%</i>	<i>-77,0%</i>	<i>-131,7%</i>	<i>-182,9%</i>	<i>244,1%</i>	<i>-323,5%</i>

APPENDIX

Analyst Group Bull scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	37,0	88,9	146,1	213,1
Aktiverat arbete för egen räkning	2,8	3,1	3,8	5,0
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	40,3	92,6	150,4	218,6
COGS	-25,1	-56,9	-91,1	-129,9
Bruttoresultat	15,2	35,7	59,3	88,7
<i>Bruttomarginal</i>	<i>37,8%</i>	<i>38,5%</i>	<i>39,4%</i>	<i>40,6%</i>
SG&A	-20,6	-33,6	-50,5	-62,5
EBITDA	-5,4	2,0	8,8	26,2
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-13,4%</i>	<i>2,2%</i>	<i>5,9%</i>	<i>12,0%</i>
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-7,9	-0,6	6,1	23,4
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-19,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>4,1%</i>	<i>10,7%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-8,0	-0,7	6,0	23,2
Skatt	0,0	0,0	-1,3	-5,1
Nettoresultat	-8,0	-0,7	4,6	18,1
<i>Nettomarginal</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>8,3%</i>
Analyst Group Bear scenario	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	27,9	46,1	70,1	93,9
Aktiverat arbete för egen räkning	2,8	3,1	3,8	5,0
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,5	0,5	0,5
Totala intäkter	31,3	49,8	74,4	99,4
COGS	-22,6	-34,9	-48,8	-62,9
Bruttoresultat	8,7	14,9	25,6	36,5
<i>Bruttomarginal</i>	<i>27,8%</i>	<i>30,0%</i>	<i>34,4%</i>	<i>36,7%</i>
SG&A	-23,4	-26,8	-33,2	-40,0
EBITDA	-14,7	-11,9	-7,6	-3,5
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-47,2%</i>	<i>-23,8%</i>	<i>-10,2%</i>	<i>-3,6%</i>
Avskrivningar	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
EBIT	-17,2	-14,5	-10,3	-6,3
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-55,2%</i>	<i>-29,1%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-6,4%</i>
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
EBT (Res. före skatt)	-17,3	-14,6	-10,4	-6,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-17,3	-14,6	-10,4	-6,5
<i>Nettomarginal</i>	<i>-55,5%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>-6,5%</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

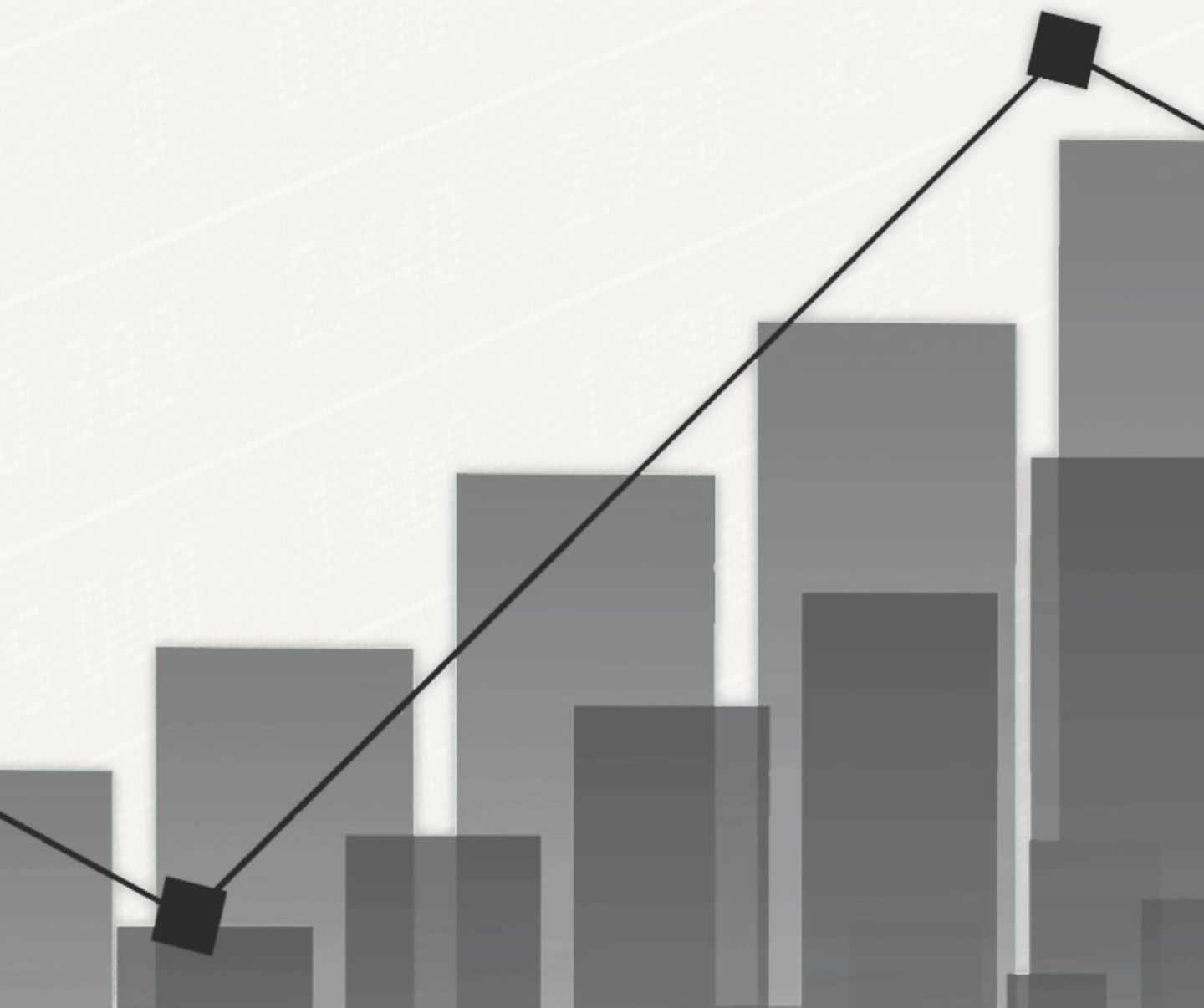
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Bayn Europe AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat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