

Bonzun AB

Lyft för Bonzun evolve ger stöd åt flerbent strategi

Johan Widmark | 2021-11-18 08:00 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier, se [emergers.se](https://www.emergers.se) DISCLOSURE: Emergers juridiska person Incirrata AB äger aktier i Bonzun AB.

Den starka tillväxten (om än från mycket låga nivåer) i Bonzuns första rapport som noterat bolag skänker trovärdighet åt ledningens plan att skaka liv i Bonzun evolve (tidigare Papillys Stressprogrammet), samtidigt som rapporteringen ännu inte omfattar bolagets kärnverksamhet, Bonzun IVF. Med kapacitet att öka sannolikheten för en IVF-graviditet med 49%, en kombinerad D2C & B2B-strategi och en långsiktig strukturell tillväxt för IVF, ser vi stöd för en uppskalning mot 50 000 användare till 2024. Efter att förutsättningarna för att ta in kapital för att accelerera tillväxten försämrats med kursnedgången ser vi stöd för ett motiverat värde på 7,00-9,50 SEK på 18-24 mån sikt.

Överraskande framsteg med Bonzun evolve

Trots ett organisatoriskt och strukturellt händelserikt kvartal, med det omvända förvärvet av Papilly och tillhörande notering av Bonzun, har den nya ledningen hunnit doppa tårna i sin plan att accelerera försäljningen av Bonzun evolve (tidigare Papillys kärnprodukt Stressprogrammet), där man annonserat nya affärer med IVL Svenska Miljöinstitutet, KTH och Transportföretagen. Q3-rapporten visar dessutom en mycket stark tillväxt för evolve på över 1100% i kvartalet och 59% hittills i år. Även om det är från mycket låga nivåer skänker det ändå kredibilitet åt bolagets syn att det finns en livskraftig produkt att bygga vidare på, i tillägg till Bonzuns kärnverksamhet, Bonzun IVF.

Tillväxt i bootstrap-mode tills kursen stabiliserats

Eftersom det omvända förvärvet ägde rum 30:e september, alltså vid utgången av Q3, omfattar rapporten inte Bonzun IVF:s verksamhet. Det kraftiga tappet i aktiekursen, på ca -60% sedan dess gör att vi tror att bolaget avvaktar med den emission man flaggat för tidigare, tills kursen stabiliserats. Men med rätt partnerskapsavtal med IVF-klinker och andra B2B-aktörer, ser vi ändå goda chanser att bolaget ska lyckas accelerera tillväxten och sänka kostnaden för att växa, även om det inledningsvis kan bli en skakigare resa i bootstrap-mode. Sammantaget behåller vi vår långsiktiga syn på utsikterna, där vår förväntan om 50 000 betalande användare 2024 motsvarar intäkter över 50 MSEK.

BV <40 MSEK lämnar betydande utrymme för omvärdering

Även justerat för de försämrade villkoren att resa tillväxtkapital genom en företrädesemission på nuvarande nivåer, ger dagens börsvärde <40 MSEK utrymme för en betydande omvärdering i takt med att bolaget ökar förståelsen på marknaden för bolagets kärnaffär, Bonzun IVF och rapporterar om framsteg med partnerskapsavtal och kundintag. Baserat på jämförelsemultiplar och DCF ser vi nu stöd för ett motiverat värde 7,00-9,50 SEK (12-15) på ett till två års sikt. Samtidigt fortsätter vi notera risker med verkställande, uppskalning och tröghet i beslutsvägar hos partners.

| MSEK | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|---------|--------|-------|-------|
| Revenue | 34 | 1 | 1 | 15 | 28 |
| EBITDA | 6 | -9 | -10 | -19 | -10 |
| EBIT | 3 | -30 | -30 | -37 | -25 |
| EPS Adjusted | -0,36 | -189,01 | -1,80 | -0,90 | -0,62 |
| Sales Growth, % | -36% | -96% | -2% | 1118% | 94% |
| EBITDA Margin, % | 16% | -718% | -819% | -133% | -36% |
| EBIT Margin, % | 8% | -2446% | -2514% | -251% | -88% |
| EV/Sales | - | - | 2,4 | 5,6 | 3,4 |
| EV/EBITDA | - | - | -0,3 | -4,2 | -9,3 |
| EV/EBIT | - | - | -0,1 | -2,2 | -3,8 |
| P/E | - | - | -1,3 | -2,6 | -3,8 |

Källa: Emergers

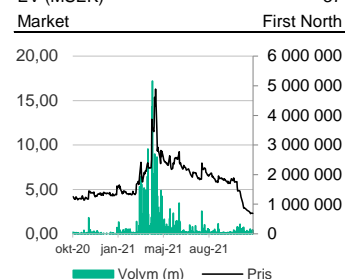
Läs vår initieringsanalys här

Bonzun satsar aggressivt på globala ledartröjan inom IVF-stöd

https://www.emergers.se/bonzun_a

Bonzun

| | |
|---------------------------|---------|
| Fair Value, SEK (12-24 m) | 7 - 9,5 |
| Current Price, SEK | 2,31 |
| Shares post merger (M) | 16,9 |
| Mkt Cap (MSEK) | 39 |
| Net Debt (MSEK) | -2 |
| EV (MSEK) | 37 |



Kort om Bonzun

Efter Papillys omvända förvärv av Bonzun Health Information AB, består nya Bonzun AB av tre delar. Den viktigaste delen som utgör merparten av både verksamheten och värdet, är Bonzun IVF, ett digitalt stöd för IVF-kliniker och patienter, som syftar till att öka chansen att lyckas med sin IVF-behandling och att minska patienternas stress under behandlingen. Tjänsten lanserades 2019 och har idag användare i 95 länder.

I tillägg till Bonzun IVF finns även en verksamhet i Kina, Bonzun (Kexuema) som lanserade redan 2014. Kexuema är en virtuell barnmorska i Kina som idag har laddats ner av miljontals kinesiska kvinnor, men utvecklas och marknadsförs inte aktivt idag. Tjänsten Bonzun (Kexuema) fanns ursprungligen även i Sverige och andra västerländska marknader. Den svenska verksamheten inklusive alla marknader utanför Kina [såldes dock 2020 till Life of Svea](#) (ägare av bla. Nyheter24, Loppisgruppen, Familjeliv, Allt för föräldrar och Bröllopstorget).

Bonzun evolve baseras på Papillys tidigare verksamhet, ett forskningsbaserat digitalt verktyg för att förebygga stress samt behandling genom individuella stödsamtal och samtal i grupp.

Vid avtalet om att fusionera bolagen genom ett omvänt förvärv av Bonzun Health Information AB bedömdes Bonzun utgöra 60% av värdet och Papilly AB 40%.

Starka drivkrafter för marknadstillväxt

Den globala IVF-marknaden har beräknats till ca 15 Mdr USD med en förväntad årlig tillväxt (CAGR) på 6,5 procent från 2021 till 2028. Enligt marknadsundersökningsföretaget Grand View Research bedöms den främsta drivkraften vara en kontinuerligt minskad fertilitet hos män och kvinnor. Snittkostnad för en IVF-behandling varierar från 3 000 till 12 000 USD beroende på bedömare och marknad. Bonzuns snittintäkt per kund är idag cirka 30 USD, vilket innebär att priset för Bonzun IVFs applikation motsvarar omkring 1 procent av kostnaden för en IVF-behandling. En grov överslagsräkning indikerar då att den globala marknaden för Bonzun IVF teoretiskt skulle kunna beräknas till 150 MUSD. Det innebär att en marknadsandel på 10% då skulle motsvara intäkter på ca 130 MSEK årligen.

Den globala IVF-marknaden växer med 9% per år

| Faktor / Region | | Norden | USA | UK | Övriga EU | Globalt |
|----------------------------|------|--------|---------|--------|-----------|-----------|
| Marknad | MUSD | 250 | 3 200 | 450 | 3 100 | 15 000 |
| Marknadstillväxt | CAGR | 3% | 11% | 8% | 5% | 9% |
| Antal IVF-cykler | | 60 000 | 250 000 | 75 000 | 450 | 3 000 000 |
| Pris per patient och cykel | USD | 4 000 | 12 000 | 6 000 | 4 500 | 5 000 |

Källa: Emergers, Bonzun

1/3 använder någon form av IVF-app

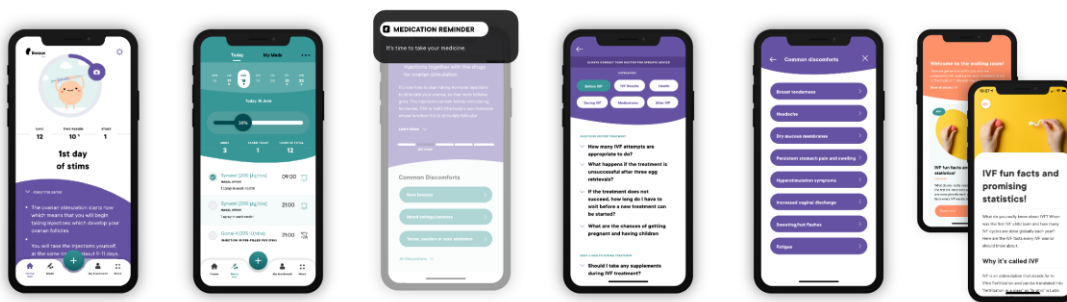
Enligt app-analysföretaget Apptopia motsvarar marknaden för IVF-apparna, eIVF Patient, Mindful IVF, Embie IVF, och Bonzun, cirka 20 800 nya användare varje månad, och cirka 18 800 dagliga aktiva användare, och 94 000 månatliga aktiva användare. Av dessa uppskattas Bonzun IVF ha 3 % marknadsandel sett till antal användare och 1% sett till tid spenderat i dessa appar. Med tre miljoner IVF-cykler per år globalt (250 000 i månaden) innebär

det en indikation om att cirka 1/3 (38%) av alla IVF-patienter använder någon form av app-stöd i sin IVF-behandling.

Produkter/Affärsmodell

Applikationen Bonzun IVF är ett digitalt stöd för IVF-kliniker och patienter, som syftar till att öka sannolikheten för patienten att lyckas med sin IVF-behandling och att minska patienternas stress under behandlingen. Bonzun IVF lanserades på AppStore och Google Play 2019. Applikationen finns på svenska, engelska och kinesiska. Syftet med applikationens funktioner är att underlätta IVF-behandlingen, genom bland annat medicinpåminnelser, personaliserat behandlingsstöd och tillgång till korrekt information om behandlingen. Bonzun IVF är CE-märkt och allt innehåll är medicinskt granskat av IVF-läkare, barnmorskor och fertilitetsexperter.

Applikationen Bonzun IVF



Källa: Bonzun

Tredelad marknadsstrategi

Affärsmodellen för Bonzun IVF består av två ben: Direct to Consumer (D2C) och Business to Business (B2B).

- **D2C**
Bonzun IVF laddas ner som applikation från AppStore eller Google Play Store och finns tillgänglig i två olika versioner för användaren: Bonzun IVF (kostnadsfri tjänst) och Bonzun IVF PLUS (betald prenumerationstjänst). Affärsmodellen för privatkonsumenter baseras på en prenumerationmodell där användaren betalar för att uppgradera till Bonzun IVFs samtliga premiumfunktioner.
- **Stöd till patienter vid IVF-kliniker (B2B)**
Bonzun IVF erbjuds även till IVF-kliniker, B2B, genom tjänsten "Bonzun IVF PRO". Användning av tjänsten innebär minskade kostnader för kliniken då tjänsten kan tillgodose vissa delar av det informationsbehov som patienten har. Tjänsten säljs i form av licenspaket, baserat på antalet patienter hos IVF-kliniken.
- Därtill söker bolaget även partnersamarbeten med läkemedelstillverkare av IVF-läkemedel som kan marknadsföra tjänsten till sina kunder. Ett exempel på det är Merck, som ursprungligen finansierade utvecklingen av Bonzun IVF.

Kliniker driver halvering av CAC till 2024

Kostnaden för anskaffning av D2C-användare digitalt uppgår idag till runt 95 USD per betalande användare. Även om vi räknar med att bolaget kommer kunna raffinera sina strategier för digital kundanskaffning och sänka kostnaden, så räknar vi med att ett ökat inslag av användare från kliniker och partnerskap kommer ha den största betydelsen för att sänka CAC. I takt med att andelen B2B-införskaffade användare ökar till 50% så beräknar vi att CAC kan nå under 40 USD per användare. Med ett antagande om en långsiktig churn på 15% innebär det att LTV/CAC kan närma sig 3x frammot 2024.

Marknadssatsning för aggressiv tillväxt

Bonzun IVF anskaffar kunder genom direkt kommunikation med konsumenter/patienter (D2C) i digitala kanaler, såsom sociala media-kampanjer och användning av influencers. Parallellt med detta kommer bolaget bearbeta och söka avtal med större kedjor av IVF-kliniker (B2B) i Sverige, Norden och den engelsktalande världen (USA, UK och Australien / Nya Zeeland).

Vi räknar med att antalet betalande användare kan öka brant från ett drygt hundratal idag, framförallt som en funktion av hur mycket pengar bolaget förmår investera i marknadsföring, både i D2C-kampanjer och försäljning mot kliniker.

Marknadsföring driver stark tillväxt

| Bonzun IVF | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|------|------|--------|--------|--------|
| Abonnenter | | 369 | 16 480 | 27 012 | 50 971 |
| CAC | USD | 94,5 | 86,9 | 57,8 | 36,1 |
| LTV | USD | 65,9 | 71,1 | 84,0 | 91,8 |
| MRR | MSEK | 0,0 | 1,5 | 2,9 | 6,0 |
| Andel D2C | % | 100% | 90% | 65% | 50% |
| Intäkter | MSEK | 0,2 | 11,9 | 24,2 | 48,4 |

Källa: Emergers

Sammantaget bedömer vi att bolaget är på väg in i en kraftigt expansiv fas, 2022-2024, där man kommer investera tungt i relationen med både patienter, IVF-kliniker och läkemedelsbolag som kommer driva en ökning av antalet abonnenter till över 50 000 vid slutet av 2024.

Bonzuns Vd, entreprenören Bonnie Roupé, som redan byggt upp en gravid-app med en globalt spridd användarbas, är dock tydlig med att en av de viktigaste lärdomarna från graviditetsappen var att man inte skalade upp tillräckligt snabbt och aggressivt, ett misstag vi ser det som osannolikt att hon kommer upprepa med Bonzun IVF.

Vi har i vår värdering valt att utgå ifrån kombinationen av värderingsmultiplar och en DCF-värdering (12%). Sammantaget ser vi då stöd för ett motiverat värde på 7,00-9,50 SEK (12-15) per aktie på 18-24 månaders sikt justerat för en förväntad utspädningen vid en emission på 50 MSEK.

Ledning

Vd Bonnie Roupé är en entreprenör med 20 års erfarenhet av internet och mobila applikationer. Hon grundade Bonzun Health Information AB 2012 med fokus på gravid-applikationen, där den svenska och internationella

verksamheten (ex Kina) såldes till Life of Svea 2020. Dessförinnan grundade och byggde hon upp Red Tee, en golftidning för kvinnor till 20% marknadsandel hon sålde efter tre år.

Ordförande är Håkan Johansson som har över 20 års erfarenhet i diverse ledningspositioner på Ericsson och IBM.

Risker

Vid sidan av sedvanliga risker förknippade med att investera i bolag i tidig utvecklingsfas (se bolagets bolagsbeskrivning) ser vi några bolagsspecifika risker.

Konkurrens och hastighet i uppskalningen

Bonzun kan delvis betraktas som en utmanare på sin marknad, där det idag finns större och mer etablerade spelare, framförallt internationellt. Dessa kan också förväntas ha bättre tillgång till kapital, kompetens och nätverk inom IVF-branschen internationellt, exempelvis kliniker i USA. Det är därför viktigt för Bonzun att snabbt flytta fram sina positioner innan marknaden cementeras av större spelare. För att lyckas kapitalisera på värdet i bolagets plattform och nå nätverkseffekter med D2C-patienter och kliniker måste Bonzun nå flykthastighet i uppskalningen, vilket är förknippat med stora investeringar i marknadsföring. Samtidigt är det möjligt att marknadslandskapet kan förändras innan man nått tillräcklig storlek.

Framtida finansiering

I vår prognos bedömer vi att det finns rimliga chanser för bolaget nå positivt kassaflöde, alternativt hitta andra finansieringsformer innan man når positivt kassaflöde, enbart med hjälp av en förväntad emission på 50 MSEK. En högre än väntad churn (15%) kan dock göra att användarbasen växer långsammare än vi räknat med. I förlängningen kan det innebära behov av ett ytterligare kapitaltillskott från ägarna.

Framtida expansion

Vi bedömer det som sannolikt att Bonzun, för att förlänga relationen och intäkterna från befintliga användare, långsiktigt kommer expandera sitt erbjudande in i närliggande vertikaler, där en närmare integration med stressprogrammet och expansion in i gravid-app-segmentet, med fokus på IVF-graviditeter, ligger närmast till hands. Bägge dessa fält har dock prövats av bolaget tidigare med otillfredsställande resultat.

Bonzun

Income Statement

| MSEK | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Sales | 1,2 | 1,2 | 14,6 | 28,2 | 53,6 |
| Operating Costs | -10,0 | -11,0 | -34,0 | -38,4 | -44,3 |
| EBITDA | -8,8 | -9,8 | -19,4 | -10,2 | 9,3 |
| Depreciation | -21,1 | -20,3 | -17,2 | -14,7 | -12,5 |
| Amortisation of Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | -29,9 | -30,1 | -36,7 | -24,8 | -3,2 |
| Non-recurring Items | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Associated Companies | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Net Financial Items | -2,1 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 |
| Pre-tax Result | -32,0 | -30,5 | -37,1 | -25,2 | -3,6 |
| Tax | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Minority Interest | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Net Result | -32,0 | -30,5 | -37,1 | -25,2 | -3,6 |

Capital Expenditure

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Capital Expenditure, Absolute | - | 0,0 | 0,5 | 1,0 | 1,6 |
| As a Pct of Sales | - | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,0 |
| Depreciation Multiple | - | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |

Key Ratios

Share Price: SEK 2,31

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| Share Price at 31 Dec | - | 2,31 | 2,31 | 2,31 | 2,31 |
| Number of Shares (Millions) | 0 | 17 | 41 | 41 | 41 |
| Market Cap | - | 39,1 | 94,6 | 94,6 | 94,6 |
| Enterprise Value | - | 2,9 | 81,0 | 94,8 | 89,7 |
| EPS (Reported) | -189,01 | -1,80 | -0,90 | -0,62 | -0,09 |
| EPS (Adjusted) | -189,01 | -1,80 | -0,90 | -0,62 | -0,09 |
| CEPS | -189,01 | -1,80 | -0,90 | -0,62 | -0,09 |
| P/CEPS | - | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Book Value/Share | 426,1 | 5,1 | 1,2 | 0,6 | 0,5 |
| P/BV | - | 0,5 | 1,9 | 3,9 | 4,6 |
| Dividend | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividend Yield (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividend Payout Ratio (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EV/Sales | - | 2,4 | 5,6 | 3,4 | 1,7 |
| EV/EBITDA | - | -0,3 | -4,2 | -9,3 | 9,7 |
| EV/EBIT | - | -0,1 | -2,2 | -3,8 | -28,3 |
| P/E (Adjusted) | - | -1,3 | -2,6 | -3,8 | -26,5 |
| Sales Growth, Y/Y (%) | -96,4 | -2,0 | 1118,4 | 93,5 | 89,8 |
| EBIT Growth, Y/Y (%) | -1212,0 | 0,7 | 21,8 | -32,3 | -87,2 |
| EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%) | 51720,3 | -99,0 | -49,8 | -31,9 | -85,9 |
| EBITDA Margin (%) | -718,2 | -819,1 | -133,1 | -36,1 | 17,3 |
| EBIT Margin (%) | -2446,3 | -2513,7 | -251,4 | -88,0 | -5,9 |
| Return on Equity (%) | -69,9 | -38,4 | -54,5 | -68,4 | -15,9 |
| Tax Rate (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Financial Position

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Interest-Bearing Net Debt | -1 | -36 | -14 | 0 | -5 |
| Net Debt/Equity | 0,0 | -0,4 | -0,3 | 0,0 | -0,2 |
| Equity Ratio | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,4 |
| Net Debt/EBITDA | 0,2 | 3,7 | 0,7 | 0,0 | -0,5 |

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.