

Bonzun AB

Stärkta finanser skapar bas för utväxling 2022-2025

Johan Widmark | 2021-12-30 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 ägarbolag Incirrata AB äger aktier i Bonzun AB.

Efter höstens utdragna nedgång i aktiekursen annonserade Bonzun till slut en fullt garanterad nyemission på 14 MSEK. Med begränsat finansiellt handlingsutrymme räknar vi med att resurserna kommer koncentreras till B2B-försäljning av white label-lösningar till IVF-kliniker, där vi ser bäst förutsättningar för hög utväxling. Att säkra tillskottet från vidhängande TO kommer kräva en nära fördubbling av aktien och med tuffa villkor för befintliga ägare (alltså hög utspädning för icke-deltagare) kan emissionen attrahera nytt blod till ägarskaran och skapa en mer stabil plattform för en långsiktigt positiv kursutveckling.

White label B2B väntas ge bäst bang for the buck

Dagarna innan juledigheten annonserade Bonzun att man avser genomföra en nyemission på 14,1 MSEK, vilket innebär att bolaget tvingas klara av sin marknadsetablering och expansion på knappt 10 MSEK efter emissionskostnader och återbetalning av lån, åtminstone tills det kan bli aktuellt att utnyttja vidhängande teckningsoptioner från september 2022. Därför är det naturligt att fokusera insatserna på försäljning av white label-lösningar till IVF-kliniker, som erbjuder både hög hävstång och möjlighet att blockera D2C-aktörer på en marknad där konkurrenstrycket börjat öka.

Potentiellt förvärv på nyckelmarknad

Parallellt med emissionsprocessen pågår också förberedelserna för ett eventuellt förvärv av en menstruations- och ägglossningsapp på nyckelmarknaden USA. Med 500 000 användare omsätter appen ca 3 MSEK på årsbasis med en EBIT-marginal på 97%. Även om det kan erbjuda en funnel för nya D2C-användare i USA och allmänt ökad synlighet för Bonzun, har förvärvet en tveksam passform med bolagets B2B-fokus, särskilt eftersom man saknar de finansiella handlingsutrymmet att driva tillväxt inom D2C, inte minst efter ett eventuellt förvärv då finanserna blir än mer ansträngda.

Betydande uppsida trots kraftig utspädning

Med ett starkt makrostöd för bolagets erbjudande inom IVF, där tjänsten visat sig kunna öka sannolikheten för att bli gravid med 49%, tung medicinsk expertis från bla Karolinska och WHO, samt långsiktig strukturell tillväxt för IVF ser vi ljus på utsikterna för Bonzun. Med nya kundavtal och framsteg med partners ser vi utrymme för en betydande omvärderingspotential från dagens nivåer. Kapitalet i den förestående emissionen av aktier är dock sannolikt otillräckligt för att realisera vår prognos, samtidigt som ett tillskott från vidhängande option kommer kräva en nära fördubbling av kursen från dagens nivå. Som en följd av de tuffa villkoren för befintliga ägare (alltså 40% utspädning för icke-deltagare), ger relevanta jämförelsemultiplar och en DCF-värdering nu stöd för ett motiverat värde på 4,50-6,10 SEK (7-9,50) per aktie på 18-24 månaders sikt. Samtidigt kan det attrahera nytt blod till ägarskaran och skapa en mer stabil plattform för långsiktigt positiv kursutveckling.

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	-1,10	-0,75
Sales Growth, %	-36%	-96%	-2%	1118%	94%
EBITDA Margin, %	16%	-718%	-819%	-133%	-36%
EBIT Margin, %	8%	-2446%	-2514%	-251%	-88%
EV/Sales	-	-	-11,0	2,2	1,6
EV/EBITDA	-	-	1,3	-1,7	-4,5
EV/EBIT	-	-	0,4	-0,9	-1,9
P/E	-	-	-0,8	-1,2	-1,8

Källa: Emergers

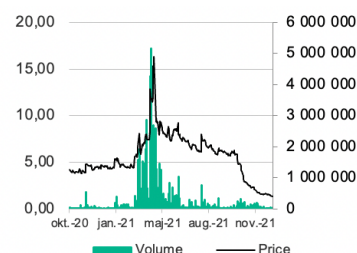
Läs vår initieringsanalys här

Bonzun satsar aggressivt på globala ledartröjan inom IVF-stöd

https://www.emergers.se/bonzun_a

Bonzun

Fair Value, SEK (12-24 m)	4,5 - 6,1
Current Price, SEK	1,36
Shares post pre-issue (M)	16,9
Mkt Cap (MSEK)	23
Net Debt (MSEK)	-2
EV (MSEK)	21
Market	First North



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

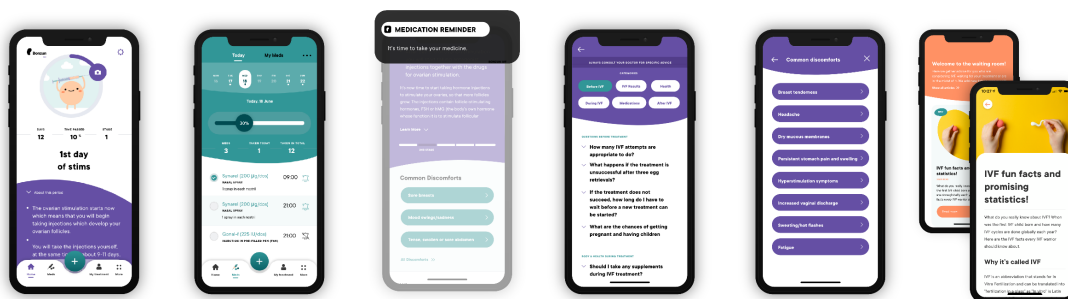
1/3 använder någon form av IVF-app

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 fertilitetsexperten.

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 prenumurationsmodell där användaren betalar för att upgradera 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.

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.

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 (20% med hänsyn till den höga volatiliteten under hösten). Sammantaget ser vi då stöd för ett motiverat värde på (4,50-6,10) SEK (7,00-9,50) per aktie på 18-24 månaders sikt justerat för den förväntad utspädningen.

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. 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 1,36

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	1,36	1,36	1,36	1,36
Number of Shares (Millions)	0	17	34	34	34
Market Cap	-	23,0	45,9	45,9	45,9
Enterprise Value	-	-13,2	32,3	46,1	41,0
EPS (Reported)	-189,01	-1,80	-1,10	-0,75	-0,11
EPS (Adjusted)	-189,01	-1,80	-1,10	-0,75	-0,11
CEPS	-189,01	-1,80	-1,10	-0,75	-0,11
P/CEPS	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	426,1	5,1	1,5	0,7	0,6
P/BV	-	0,3	0,9	1,9	2,2
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	-	-11,0	2,2	1,6	0,8
EV/EBITDA	-	1,3	-1,7	-4,5	4,4
EV/EBIT	-	0,4	-0,9	-1,9	-12,9
P/E (Adjusted)	-	-0,8	-1,2	-1,8	-12,9
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	-39,2	-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.