

Bonzun AB

Redo att skala upp nya strukturen med något dämpad utväxling på kort sikt

Magnus Brolin & Johan Widmark | 2022-03-14 08:00 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. DISCLOSURE: Emergers ägarbolag Incirrata AB äger aktier i Bonzun AB.

Med en nystart för försäljningen av Bonzun evolve (tidigare Stressprogrammet) med 141% tillväxt 2021, 25% ökning i MRR för Bonzun IVF och ett förestående återinträde i Kina är Bonzun nu redo att skala upp den nya strukturen 2022. Högre CAC och ett kapitaltillskott i underkant begränsar dock utväxlingen på kort sikt, varför vi sänkt vår intäktsprognos till 4 MSEK 2022 och nu ser stöd för ett motiverat värde på 1,5-2,5 SEK per aktie på 18-24 mån sikt.

Ny tillväxtmöjlighet på statssponsrad kinesisk IVF-marknad

Efter det omvända förvärvet av Papilly under 2021 visade Bonzuns rapport för Q4 en lovande nystart för det tidigare stapplande Stressprogrammet som man på kort tid vänt till 141% tillväxt för helåret. Med en rebranding till Bonzun evolve säljs det nu i en ren SaaS-modell där man också flyttat all utveckling in-house för att minska kostnader. Kärnan i bolaget, Bonzun IVF, som erbjuder patientstöd för befruktning med 49% ökning av sannolikheten för att bli gravid, rapporterade 25% ökning i MRR under året. Samtidigt väntas assisterad befruktning ingå i den statliga kinesiska sjukförsäkringen fr.o.m. 26:e mars vilket med Bonzuns tidigare erfarenhet i Kina (med en digital barnmorsketjänst) innebär en ny betydande tillväxtmöjlighet på en nygammal marknad.

Återupptagen kontakt med IVF-kliniker efter restriktioner

Under början av 2022 har bolaget stängt en nyemission som tillförde 14,1 MSEK före kostnader (9,9 MSEK efter kostnader och kvittning). Pengarna väntas framförallt gå till produktutveckling och marknadsföring. Samtidigt har kostnaden för användarrekrutering (Customer acquisition cost, CAC) ökat då marknadsföringspriserna under året har ökat med 35% globalt, enligt Statista, och spås fortsätta öka ytterligare 19% under 2022, vilket tynger resultatet. Då en stor del av bolagets kundtillväxt är direkt beroende av marknadsföring och tidigare kampanjer på exempelvis facebook inte burit den frukt som förväntats, har bolaget under senaste kvartalet omprövat strategin till fördel för influencer-marketing för att nå rätt målgrupp. Samtidigt siktar man på att minska bolagets beroende av marknadsföringskampanjer och i stället nå ut via IVF-klinikerna, exempelvis via en white label-lösning. Denna kontakt med IVF-klinikerna var pausad under pandemin, men har återupptagits då restriktionerna släppts.

Nya försäljningsmöjligheter 2022

Även om pengarna i emissionen inte väntas räcka tills verksamheten blir kassaflödespositiv, vilket vi räknar med först framåt 2024, så bör det kunna ta bolaget till stabil tillväxt och ett starkare momentum som bör ge bättre förutsättningar för nästa finansieringsrunda och då mer gynnsamma villkor. I ljuset av de stigande kostnaderna för kundanskaffning är emissionen dock inte tillräcklig för att skala i den takt vi tidigare räknat med, och vi har därför sänkt vår intäktsprognos för 2022 till 3,7 MSEK samtidigt som vi fortsätter räkna med positivt kassaflöde först 2024. Med ökade månatligen återkommande intäkter, en fortsatt tillväxt för Bonzun evolve, en ökad kontakt med IVF-klinikerna och potential för skalbar tillväxt i både USA och Kina ger relevanta jämförelsemultiplar och vår DCF-värdering stöd för ett motiverat värde på 1,5-2,5 (4,5-6,1) SEK per aktie på 18-24 månaders sikt.

Läs vår initieringsanalys här

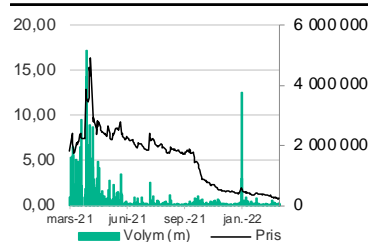
Bonzun satsar aggressivt på globala ledartröjan inom IVF-stöd

https://www.emergers.se/bonzun_a

Bonzun

Fair Value, SEK (12-24 m)	1,5 - 2,5
Current Price, SEK	0,95
Shares post pre-issue (M)	28,2
Mkt Cap (MSEK)	27
Net Debt (MSEK)	0
EV (MSEK)	27

Market First North



MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	1	1	4	8	14
EBITDA	-9	-7	-6	-4	1
EBIT	-30	-9	-10	-7	-1
EPS Adjusted	-189,01	-0,57	-0,35	-0,25	-0,07
Sales Growth, %	-96%	-58%	628%	103%	80%
EBITDA Margin, %	-718%	-1317%	-170%	-53%	6%
EBIT Margin, %	-2446%	-1806%	-257%	-90%	-11%
EV/Sales	-	45,4	6,5	3,8	2,1
EV/EBITDA	-	-3,5	-3,8	-7,2	33,6
EV/EBIT	-	-2,5	-2,5	-4,3	-19,6
P/E	-	-2,4	-2,7	-3,8	-14,4

Källa: Emergers

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 Brölloppstorget).

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 bedömning 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

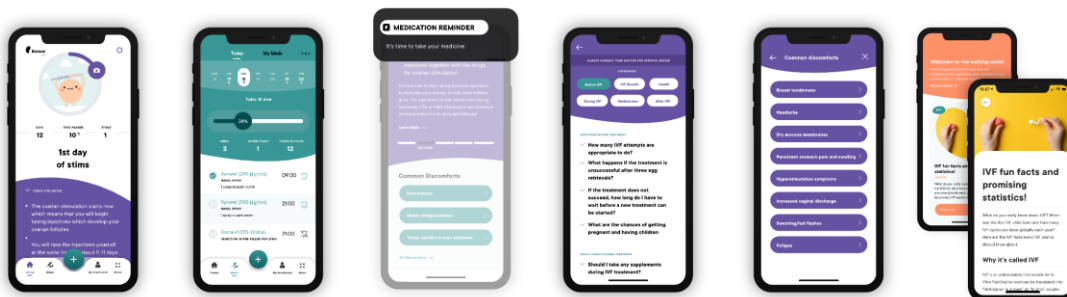
1/3 använder någon form av IVF-app

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 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.

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 har i vår värdering valt att utgå ifrån kombinationen av värderingsmultiplar och en DCF-värdering (20% med hänsyn till den höga volatiliteten i aktien). Sammantaget ser vi nu stöd för ett motiverat värde på 1,5-2,5 SEK per aktie på 18-24 månaders sikt.

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 otilfredsställande resultat.

Bonzun

Income Statement

MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales	1,2	0,5	3,7	7,5	13,5
Operating Costs	-10,0	-7,2	-10,0	-11,5	-12,7
EBITDA	-8,8	-6,7	-6,3	-4,0	0,9
Depreciation	-21,1	-2,5	-3,2	-2,7	-2,3
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-29,9	-9,2	-9,5	-6,7	-1,5
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	-9,6	-9,9	-7,1	-1,9
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	-9,6	-9,9	-7,1	-1,9

Capital Expenditure

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	-	1,9	0,1	0,3	0,4
As a Pct of Sales	-	378,9	3,5	3,5	3,0
Depreciation Multiple	-	0,8	0,0	0,1	0,2

Key Ratios

Share Price: SEK 0,95

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	1,35	0,95	0,95	0,95
Number of Shares (Millions)	0	17	28	28	28
Market Cap	-	22,8	26,8	26,8	26,8
Enterprise Value	-	23,1	24,0	28,6	28,6
EPS (Reported)	-189,01	-0,57	-0,35	-0,25	-0,07
EPS (Adjusted)	-189,01	-0,57	-0,35	-0,25	-0,07
CEPS	-189,01	-0,57	-0,35	-0,25	-0,07
P/CEPS	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	426,1	1,7	1,0	0,8	0,7
P/BV	-	0,8	0,9	1,2	1,3
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	-	45,4	6,5	3,8	2,1
EV/EBITDA	-	-3,5	-3,8	-7,2	33,6
EV/EBIT	-	-2,5	-2,5	-4,3	-19,6
P/E (Adjusted)	-	-2,4	-2,7	-3,8	-14,4
Sales Growth, Y/Y (%)	-96,4	-58,4	628,3	102,7	80,0
EBIT Growth, Y/Y (%)	-1212,0	-69,3	3,6	-29,3	-78,2
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	51720,3	-99,7	-38,0	-28,1	-73,8
EBITDA Margin (%)	-718,2	-1316,9	-170,3	-53,3	6,3
EBIT Margin (%)	-2446,3	-1805,7	-256,8	-89,6	-10,8
Return on Equity (%)	-69,9	-18,8	-33,5	-27,4	-8,7
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Financial Position

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

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.