

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## LEARNING TO SLEEP

*Fortsatt utmanande marknadsklimat*

2022-09-08

Analytiker: Lucas Mattsson

**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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

Learning 2 Sleep L2S AB ("Learning to Sleep" eller "Bolaget") har under H1-22 visat en större rörelseförlust än Analyst Groups estimat till följd av ett lägre patientinflöde än väntat, hänförligt till bl.a. en höjning av patientavgiften i region Stockholm. Under kvartalet har en rapport från Karolinska Institutet publicerats vilken visade att 90 % av deltagarna i studien hade minskade sömnbesvär efter att ha genomgått Learning to Sleeps behandling, vilket återigen påvisar att behandlingen tillgodoser patienternas behov. Fortsättningsvis under år 2022 kommer fokus ligga på att öka patientinflödet samt minska kostnaderna med hjälp av implementerat sparprogram. Analyst Group estimerar att Learning to Sleep når en omsättning om ca 6,6 MSEK år 2023, vilket utifrån en diskonteringsränta om 12 %, samt en tillämpad P/S-multipel om 2,0x, resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 0,8 kr i ett Base scenario.

#### ▪ Lägre omsättning än estimerat

Under Q2-22 rapporterade Learning to Sleep en nettoomsättning om 685 tSEK (816), motsvarande en minskning om 16 % jämfört med samma period föregående år. Minskningen är hänförlig till oro i omvärlden, vilket tidigare inneburit lägre patientinflöde, samt en höjning patientavgiften som Region Stockholm utfört. Samtidigt har Bolaget upplevt ett mer normalt inflöde av patienter mot slutet av kvartalet samt under sommaren, vilket estimeras medföra ett högre patientinflöde under kommande kvartal. Analyst Group ser det som kritiskt att Learning to Sleep nu ökar patientinflödet för att öka omsättningen givet den kostnadsmassa som Bolaget idag besitter.

#### ▪ Positiv forskningsstudie vidimerar

En preliminär rapport från Karolinska Institutet, vilken utgick från en randomiserad forskningsstudie, visade att 90 % av deltagarna i studien visade minskade sömnbesvär efter att ha behandlats med Learning to Sleeps KBT-behandling. Vidare visade studien också att Bolagets behandling fungerar bäst jämfört med andra liknande behandlingar i Sverige. Analyst Group ser positivt på resultatet då det är ytterligare ett bevis på att tjänsten är viktig och bör ha en stark position på den svenska adresserbara marknaden, vilken estimeras vara värd ca 3 mdSEK.

#### ▪ Vi justerar våra prognoser

Patientinflödet har under år 2022 varit lägre än våra estimat, främst till följd av en höjning av patientavgiften som Region Stockholm genomförde i april, varför vi har fått sänka våra estimat både för år 2022 och framgent. Vi har även dragit ner våra kostnadsprognoser, dels då ett lägre patientinflöde innebär lägre kostnader, dels givet det sparpaket Bolaget har implementerat, vilket innebär att icke nödvändigt utvecklingsarbete samt större kostnadskrävande projekt pausas. Vi har även valt att revidera den multipel vi värderar Learning to Sleep på med hänsyn till svagare framtida tillväxt. Sammantaget innebär detta ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga våra scenarion Bear, Base och Bull.

**AKTIEKURS** | 0,48 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

**BEAR**  
0,41 kr

**BASE**  
0,81 kr

**BULL**  
1,30 kr

#### LEARNING 2 SLEEP L2S AB

Aktiekurs (2022-09-07)	0,48
Antal Aktier (st.)	14 187 595
Market Cap (MSEK)	6,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	1,2
Enterprise Value (MSEK)	8,0
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.
Lista	Nasdaq First North Growth Market

#### UTVECKLING

1 månad	-38,5 %
3 månader	-54,7 %
1 år	n.a.
YTD	n.a.

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: LEARNING TO SLEEP, Q2-22)

Polynom Investment AB (publ)	12,6 %
Nordnet Pensionsförsäkring	7,2 %
Wikow Venture AB	6,5 %
AB Dendera Venture <sup>1</sup>	6,3 %
Micael Gustafsson	5,3 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Lina Johansson
Styrelseordförande	Michael Hermansson

#### FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport 3 2022	2022-11-10
------------------------	------------

PROGNOS (BASE), TSEK	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	3 787	4 355	6 589	10 907
Omsättningstillväxt	237%	15%	51%	66%
Rörelsekostnader	-20 179	-17 985	-14 800	-16 045
<b>EBITDA</b>	<b>-12 751</b>	<b>-10 353</b>	<b>-5 590</b>	<b>-3 304</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	-433%	-313%	-125%	-47%
P/S	1,8	1,6	1,0	0,6
EV/S	2,1	1,8	1,2	0,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.

<sup>1</sup> AB Dendera Venture kontrolleras av Thomas Wiklund (Styrelseledamot)

<sup>2</sup> Exkl. aktiverat arbete

# KOMMENTAR Q2-22

## Finansiell utveckling och lansering av besparingsplan

Under Q2-22 uppgick nettoomsättningen till 685 tSEK (816), motsvarande en minskning om -16,1 % jämfört med samma period föregående år, vilket är under våra estimat. Detta förklaras dels av den oro som finns i omvärlden, vilket brukar ge ett något lägre patientinflöde, dels en höjning av patientavgiften som Region Stockholm genomförde i april. Värt att notera dock är att det lägre inflödet av patienter främst skedde under april och maj för att sedan återgå till en mer normal nivå under slutet av kvartalet, varför vi förväntar oss en högre tillväxt under kommande kvartal.

Rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar, uppgick till -4 786 tSEK (-3 515), vilket motsvarar en ökning om 36 % jämfört med samma period föregående år. En ökning av rörelsekostnaderna var väntat då Bolaget befinner sig i en uppskalningsfas som innebär högre kostnader. Learning to Sleep inledde under början av år 2022 en satsning på mer aktiv försäljning vilket vi antar är en del i kostnadsökningen. Satsningen har givit resultat i form av en fördubbling av antalet inbokade bedömningar under juni och de positiva resultaten har även fortsatt under sommaren. Learning to Sleep räknar med att detta kommer påverka inflödet av patienter positivt under H2-22. Trots det positiva utfallet på den aktiva försäljningen anser vi att kostnadsbasen idag är för hög i förhållande till omsättningen, varför vi ser positivt på att Bolaget har lanserat en besparingsplan med syftet att uppnå kassaflödesneutralitet inom snar framtid. De förändringar som kommer implementeras är att icke nödvändigt utvecklingsarbete pausas tills vidare, utökat fokus på moderat tillväxt på den svenska marknaden, samt att större kostnadskrävande projekt pausas. Vidare, lämnar även VD, Micael Gustafsson, och grundare av Bolaget, Peter Boye, sina positioner men fortsätter arbeta med Bolaget på konsultbasis. Nuvarande operativa chef Lina Johansson tar över som VD per den 1 september 2022.

## Positiva resultat från forskningsstudie

En forskningsstudie från Karolinska Institutet släpptes i en preliminär rapport i maj år 2022 och visade goda resultat för Learning to Sleeps behandlingar. Resultatet visade att 90 % av deltagarna hade minskat sina sömnbesvär till den grad som bedöms kliniskt förbättrat. Dessutom visade delrapporten att Learning to Sleeps behandling fungerade bättre än andra liknande behandlingar, vilket är viktigt för Bolagets position på marknaden. Studien färdigställs i sin helhet under sommaren och den slutliga rapporten väntas publiceras under Q4-22. Analyst Group ser detta som ytterligare ett kvitto på att Bolagets behandling fungerar samt att den är ett fullgott substitut till receptbelagda läkemedel, vilket är avgörande för att inflödet av patienter ska öka enligt våra prognoser.

## Finansiell ställning

Vid utgången av Q2-22 uppgick kassan för koncernen till 1 931 tSEK och under första halvåret 2022 uppgick kassaflödet från den operativa verksamheten, efter förändringar i rörelsekapital, till -1 283 tSEK per månad. Efter periodens utgång har Bolaget tagit upp ett lån, där 2 MSEK är garanterade via två av Bolagets större ägare, vilket kan konverteras till aktier till en kurs om 1,6 kr per aktie. Givet ovan nämnda likvida tillgångar, samt att Bolaget upprätthåller samma *burn rate* under kommande månader, skulle Learning to Sleep vara i behov av ytterligare kapital vid utgången av Q3-22, varför vi ser det som nödvändigt att Bolagets besparingsplan ger resultat för att minska kapitalförbrukningen. Dock ska det även nämnas att två serier av teckningsoptioner, av serie TO2 samt TO3, har teckningsperiod i början av september samt december år 2022, vilket kan tillföra Bolaget ytterligare kapital. Däremot, givet nuvarande aktiekurs, ser Analyst Group det som troligt att Bolaget inte kommer erhålla tillräckligt kapitaltillskott i samband med inlösen av TO2 samt TO3 för att finansiera den operativa verksamheten framgent, varför vi inte kan utesluta att Bolaget kan behöva ta in ytterligare kapital inom en överskådlig framtid, antingen via lån eller via aktiemarknaden.

**Sammantaget** har omsättningen utvecklats sämre än våra estimat men där viss ljusning går att se vid utgången av kvartalet. Vi har sett positiva resultat från KI:s preliminära rapport samt att två av de större ägarna har beviljat ett lån som kan bytas mot aktier till en kurs som ligger 134 % över dagens, vilket ingjuter förtroende.

SATSAR PÅ  
KASSAFLÖDES-  
NEUTRALITET

90 % AV  
DELTAGARE  
I STUDIE  
MINSKADE  
SINA  
SÖMNBESVÄR

# INVESTERINGSIDÉ

**46 %  
AV SVERIGES  
POPULATION  
LIDER AV  
SÖMNBRIST**

## Verksamma på en oexploaterad nisch-marknad

Enligt en undersökning av McKinsey lider 45 % av människor globalt av dålig sömn, samtidigt som resurser för patienter som lider av sömnlöshet är begränsade och vårdköerna långa inom den offentliga vården. Learning to Sleep är för närvarande verksamma på den svenska marknaden, och enligt Folkhälsomyndighetens undersökningar lider ca 46 % av den svenska befolkningen av sömnbrist varav nära 10 % lider av insomni (svåra sömnsvårigheter), vilket motsvarar ca en miljon av befolkningen. Givet att Learning to Sleeps *Lifetime Value* (LTV) för en patient som befinner sig på den svenska marknaden uppgår till 2 975 kr, och att ca en miljon svenskar lider av insomni, skulle den adresserbara marknaden för Bolaget uppgå till ca tre miljarder kronor, endast i Sverige. Learning to Sleep planerar även en internationell expansion, där Bolaget till en början kommer att testa en SaaS-baserad modell i London och sedan, vid goda resultat, exportera samma modell till andra storstäder globalt, vilka i hög grad nyttjar privat vård. Värdet av den totala adresserbara marknaden, inklusive den svenska marknaden, uppskattas grovt till ca 27,8 mdSEK. Värt att notera är att en i sammanhanget låg marknadsandel på Bolagets adresserbara målmarknader är tillräcklig för att uppnå en substantiell tillväxt.

## Digital sömnbehandling med *Proof of Concept*

En vanlig metod för att behandla sömnsvårigheter är receptbelagda läkemedel. Sömläkemedel är dock begränsade i avseendet att de ofta bara kan användas under kortare perioder och ge lindring mot tillfälliga besvär, därtill botar inte läkemedlen de faktiska orsakerna bakom sömnproblemen och risken för att istället utveckla ett beroende av sömläkemedel anses hög. Learning to Sleep erbjuder istället digital KBT-behandling vilken är helt fri från biverkningar och medför inga risker att patienter utvecklar missbruk. Behandlingen har genomgått en klinisk validering och all forskning tyder på att digital terapi har en banbrytande roll i patientutfall. En klinisk utvärdering indikerade att 94 % av patienterna förbättrade sin sömn och 80 % slutade ta sömnpiller efter avslutad behandling med Learning to Sleep, vilket bevisar att Bolaget erbjuder en konkurrenskraftig och marknadsledande lösning. Ytterligare ett kvitto på att Learning to Sleeps behandling står sig stark mot konkurrenter publicerades under Q2-22 när Karolinska Institutet publicerade en preliminär rapport vilken visade att 90 % av deltagarna i studien kliniskt förbättrade sin sömn efter att ha behandlats med Bolagets KBT-behandling. Dessutom visade rapporten att behandlingen fungerar bättre än liknande behandlingar på marknaden, vilket är positivt för Learning to Sleeps position på marknaden. Analyst Group ser positivt på resultatet i rapporten då det återigen bevisar att behandlingen fungerar och kan agera som ett substitut till receptbelagda läkemedel, vilket leder till att Bolaget kan ta marknadsandelar.

**94 %  
AV  
PATIENTERNA  
FÖRBÄTTRADE  
SIN SÖMN**

## Flera värddrivare på kort- och medellång sikt

Learning to Sleep lanserade under mitten av Q3-22 ett sparpaket för att minska Bolagets kostnads massa och uppnå kassaflödesneutralitet så snart som möjligt. De största förändringarna till följd av sparpaketet innebär att icke nödvändigt utvecklingsarbete pausas, Bolaget ska fokusera på en mer stabil tillväxt på den svenska marknaden samt att större kostnadskrävande projekt pausas till dess att Bolaget har ett positivt kassaflöde. Därutöver lämnar VD Micael Gustafsson samt grundare Peter Boye sina poster men kommer fortsätta att arbeta för Bolaget på konsultbasis. Ny VD är sedan 1 september Lina Johansson, tidigare operativ chef, som är legitimerad psykolog och har varit verksam i Bolaget sedan 2019. Vi ser positivt på det faktum att Bolaget har lanserat ett sparpaket då kostnadsmassan i dagsläget inte är långsiktigt hållbar i förhållande till omsättningen. Till följd av sparpaketet, i kombination med lägre omsättning, estimerar vi att rörelsekostnaderna kommer minska med 20 % under både 2022 och 2023, för att uppgå till -18,0 respektive -14,8 MSEK.

## Sammanfattad prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen uppgå till ca 4,4 MSEK år 2022 för att sedan under år 2023 öka till 6,6 MSEK. Baserat på en målmultipel om P/S 2,0x på 2023 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 0,8 kr.

**0,8 KR PER  
AKTIE  
I ETT BASE  
SCENARIO**

# BOLAGSBESKRIVNING

**94 %  
SÖMN-  
FÖRBÄTTRING**

Learning to Sleep är en digital sömnklinik som grundades år 2009, vilka tillhandahåller platsberoende, digital och evidensbaserad kognitiv beteendeterapi (KBT)-behandling mot sömnsvårigheter. Vid långvariga sömnproblem som är svåra att avhjälpa på egen hand uppmanas patienter till att uppsöka vård, och en vanlig metod för att behandla sömnsvårigheter är receptbelagda läkemedel. Sömnläkemedel är dock begränsade i avseendet att de ofta bara kan användas under kortare perioder och ge lindring mot tillfälliga besvär, därtill botar inte läkemedlen de faktiska orsakerna bakom sömnproblemen. Learning to Sleep erbjuder istället digital KBT-behandling vilken är helt fri från biverkningar och medför inga risker att patienter utvecklar missbruk, vilket annars kan vara fallet med beroendeframkallande sömnmedel. En klinisk utvärdering indikerade att 94 % av patienterna förbättrade sin sömn och 80 % slutade ta sömnpiller efter avslutad behandling med Learning to Sleep.

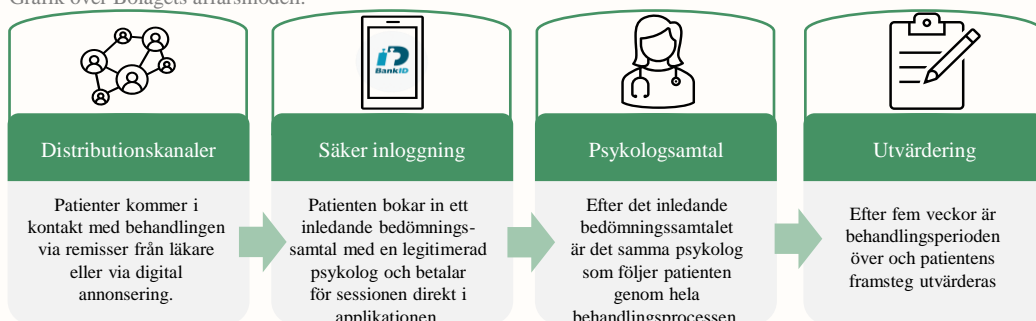
## Affärsmodell

Learning to Sleep har två huvudsakliga distributionskanaler genom vilka patienter kan komma i kontakt med Bolagets behandling. Learning to Sleep har ett underleverantörsavtal med vårdcentral Doktor.se Norra Djurgården, vilka patienter kan komma i kontakt med Bolaget genom en remiss från läkare via öppenvården i Sverige. Patientförvärv kan också ske via digital annonsering på plattformar såsom Google och Facebook, vilka är de största källorna för nya kundkontakter. Learning to Sleeps KBT-behandling sker via Bolagets kostnadsfria, användarvänliga mobilapplikation, där individer vilka upplever sömnsvårigheter kan logga in via BankID och boka ett inledande bedömningsamtal med en legitimerad psykolog. Patienten betalar 100 kr per samtal med psykolog och totalt sju samtalstillfällen ingår i behandlingen inklusive det inledande bedömningssamtalet, innebärande en total grundintäkt om 700 kr per genomförd behandling. Utöver grundintäkten om 700 kr erhåller Bolaget en genomsnittlig vårdersättningsavgift om ytterligare ca 325 kr per psykologsamtal från Region Stockholm. Vårdersättningen kan resultera från högst sju behandlingstillfällen, innebärande en total extraintäkt om ca 2 275 kr per genomförd behandling. Detta medför att den aggregerade intäkten per genomförd behandling således maximalt kan uppgå till ca 2 975 kr, vilket kan likställas med LTV per patient inom ramen för befintlig affärsmodell.

**~3 000 KR  
LIFETIME  
VALUE**

**Learning to Sleep erbjuder en plattform med låg användarfriction.**

Grafik över Bolagets affärsmodell.



Källa: Learning to Sleep & Analyst Groups egna illustration.

## Potential för internationell expansion

Learning to Sleep har en bevisad, skalbar affärsmodell för den svenska marknaden, dock begränsas livstidsvärdet per patient i dagsläget till maximalt 2 975 kr, eftersom när patienten är behandlad får Bolaget inte ha kvar denne i registret p.g.a. integritetslagar. Däremot finns det ett värde för patienten att, efter avslutad behandling, fortsätta använda funktionerna i appen såsom övningar och sömndagbok, för att fortsätta få hjälp vid framtida behov. Därför ser Bolaget över möjligheterna att utveckla affärsmodellen till en prenumerationsbaserad betalningsmodell som genererar återkommande intäkter. I förlängningen, för att skala upp verksamheten till rimliga kostnader, avser Bolaget att erbjuda plattformen till existerande vårdgivare som har patienter med sömnproblematik. Modellen bygger på att kunden hyr den tekniska plattformen *white-label* och bemannar den digitalt med egna psykologer, där potentiella kunder utgörs av större privata vårdkedjor, försäkringsbolag och enskilda psykologer, något som även är applicerbart på nya geografiska marknader givet att den tekniska produkten redan är utvecklad. Analyst Group tolkar det dock som att detta är ett av de projekt som har pausats i samband med implementerat sparpaketet, varför detta är att anse som en option i investeringscasen.

**AFFÄRS-  
MODELL  
MED ÅTER-  
KOMMANDE  
INTÄKTER**

# MARKNADSANALYS

**46 %**  
AV SVENSKA  
BEFOLKNINGEN  
LIDER AV  
SÖMNBRIST

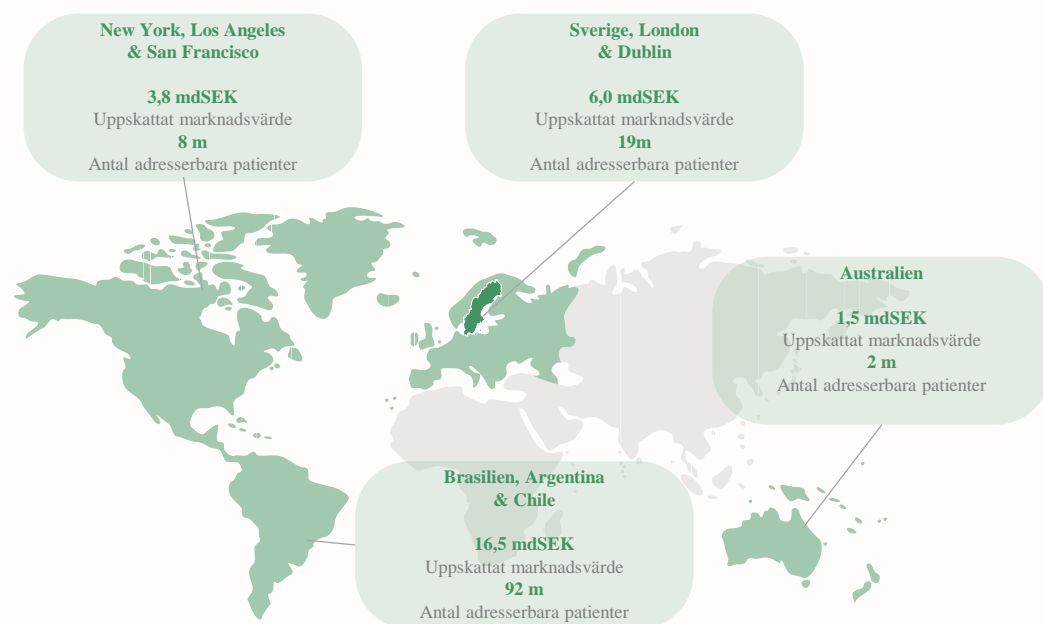
**DEN  
ADRESSERBARA  
MARKNADEN  
VÄRDERAS TILL  
~27,8 mdSEK**

## Learning to Sleep har siktet inställt på miljardmarknader

Learning to Sleep är för närvarande verksamma på den svenska marknaden, och enligt Folkhälsomyndighetens undersökningar lider ca 46 % av den svenska befolkningen av sömnbrist varav nära 10 % lider av insomni (svåra sömnsvårigheter), vilket motsvarar ca en miljon av befolkningen. Samtidigt har det observerats tilltagande sömnproblem bland ungdomar, vilket delvis kan bero på att vården har blivit bättre på att rapportera diagnoser, dels att användningen av sociala medier stör den naturliga produktionen av melatonin; sömnhormonet som föranleder trötthet. Enligt Karolinska Institutet har långvarig sömnbrist kritiska konsekvenser för individen såsom diabetes, ångest, depression, missbruk och hjärt-kärlsjukdom, men även för samhället i stort då t.ex. bilolyckor som orsakas av trötthet sker i lika hög utsträckning som alkoholrelaterade bilolyckor. Givet att Learning to Sleeps livstidsvärde för en patient som befinner sig på den svenska marknaden uppgår till 2 975 kr och att ca en miljon svenskar lider av insomni, skulle den adresserbara marknaden för Bolaget uppgå till ca tre miljarder kronor, endast i Sverige. I framtiden planerar Learning to Sleep att expandera till storstäder som i hög grad utnyttjar privat vård, där potentiella målmarknader inkluderar; London, New York, San Fransisco, Los angeles, Dublin, Sydney, Sao Paulo, Rio De Janeiro, Buenos Aires och Santiago De Chile. Givet ett konservativt antagande att ca 10 % av befolkningen inom respektive geografiskt område lider av insomni kan värdet av den totala adresserbara marknaden, inklusive den svenska marknaden, uppskattas grovt till ca 27,8 mdSEK. Värt att notera är att en i sammanhanget låg marknadsandel på angivna målmarknader är tillräcklig för att uppnå en substantiell tillväxt.

### Learning to Sleeps adresserbara marknad uppskattas vara värd ~27,8 mdSEK.

Illustration över Bolagets adresserbara marknad samt patienter, fördelat på världsdelar.



Källa: Learning to Sleep & Analyst Groups egna illustration.

## Learning to Sleep kan adressera fler snabbväxande marknader med en SaaS-modell

Bolaget planerar att i framtiden leverera den tekniska plattformen i ett *white-label* format, där kunden prenumererar på mjukvaran vilket genererar återkommande kassaflöde, en s.k. Software-as-a-Service (SaaS)-modell. Enligt Mordor Intelligence värderades marknaden för telemedicin, vilket omfattar digital konsultation för att utvärdera, diagnostisera och behandla patienter, till ca 38,3 mdUSD år 2020. Telemedicinmarknaden förväntas uppnå ett marknadsvärde om ca 168,4 mdUSD år 2026, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 28 % (2021-2026). *Telehealth*-lösningar har både förbättrat hälsoreultatet och minskat kostnaderna jämfört med de traditionella metoderna. Telemedicin har sänkt kostnaderna för sjukvården, samtidigt som effektiviteten har ökat genom minskade restider, delad vårdpersonal och färre samt kortare sjukhusvistelser.

Telemedicin-  
marknaden

**28 %**  
CAGR

2021E → 2026E

# FINANSIELL PROGNOSE

## Omsättningsprognos åren 2022-2024

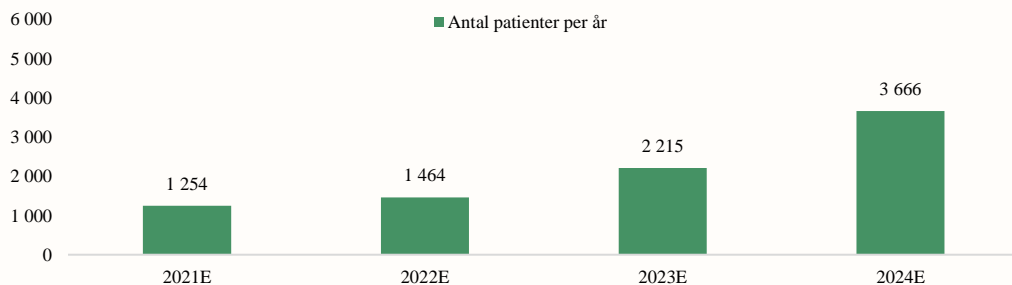
Idag verkar Learning to Sleep som en digital sömnklinik där intäkterna huvudsakligen kommer från genomförda psykologsamtal på den svenska marknaden. Givet det sparpaket som Bolaget nu har implementerat så är det Analyst Groups tolkning att planer på att expandera internationellt samt lansering av en prenumerationsbaserad affärsmodell pausas tills vidare för att satsa på en mer moderat tillväxt på den svenska marknaden. Mot bakgrund av detta utgår Analyst Groups finansiella estimat, i ett Base scenario, från Bolagets nuvarande affärsmodell på den svenska marknaden, med en option på att revidera upp de finansiella prognoserna om en SaaS-modell skulle konsolidera den internationella marknaden.

Patientintäkterna från Bolagets digitala KBT-behandling är en funktion av antalet samtalstillfällen med psykolog under behandlingsperioden och kan delas upp i en patientavgift (grundintäkt) och en vårdersättning (extraintäkt) från Region Stockholm. Patienten betalar 100 kr per samtal med psykolog och behandlingsprocessen sträcker sig över fem veckor, utöver de veckovisa samtalen genomförs ett inledande bedömningsamtal och ett avslutande uppföljningssamtal, vilket totalt inkluderar 7 samtal per patient i behandlingen. Utifrån antalet sessioner per patient, och applicerade prisnivåer, antas ett LTV per patient om 2 975 kr. Baserat på kunders omdömen, samt liknande tjänster, bedömer Analyst Group att Bolaget kommer ha en låg *churn* (kundbortfall) under prognosperioden om ca 5 %. Givet antagandet om ett LTV per patient om 2 975 kr, Bolagets omsättning om ca 3,8 MSEK under 2021 samt en *churn* om 5 %, antas Learning to Sleeps kundbas under 2021 uppgått till ca 1 250 patienter. Analyst Group estimerar en patienttillväxt om 20 % under år 2022, för att sedan accelerera stadigt för att år 2024 uppgå till ca 3 700 patienter.

5 %  
CHURN

### Learning to Sleep förväntas växa antalet patienter framgent.

Prognostiserat antal patienter per år



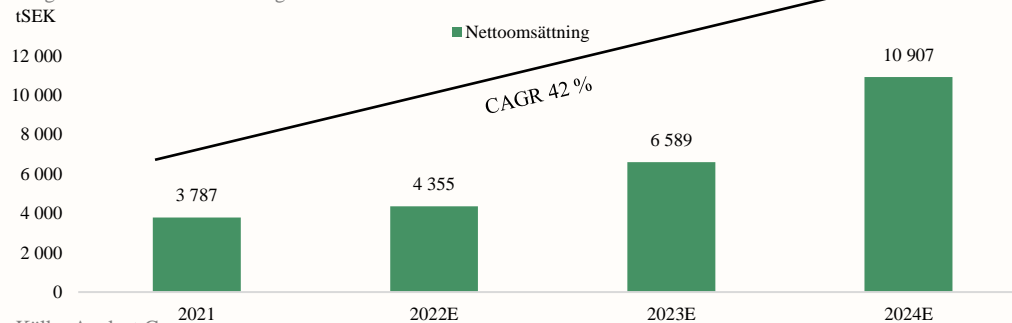
Källa: Analyst Groups prognoser

Analyst Group estimerar att år 2022 och 2023 kommer bli år där Learning to Sleep fokuserar på att öka tillväxten på den svenska marknaden genom bl.a. ökad marknadsföring och samarbeten med externa vårdaktörer, vilket förväntas resultera i en omsättning om ca 4,4 och 6,6 MSEK. Utifrån estimerad patienttillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningen öka från 3,8 MSEK under 2021 till 10,9 MSEK år 2024, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 42 % i ett Base scenario.

42 %  
CAGR  
NETTO-  
OMSÄTTNING

### Learning to Sleep förväntas kraftigt konsolidera den svenska marknaden.

Prognostiserad nettoomsättning och CAGR



Källa: Analyst Groups prognoser



# FINANSIELL PROGNOSE

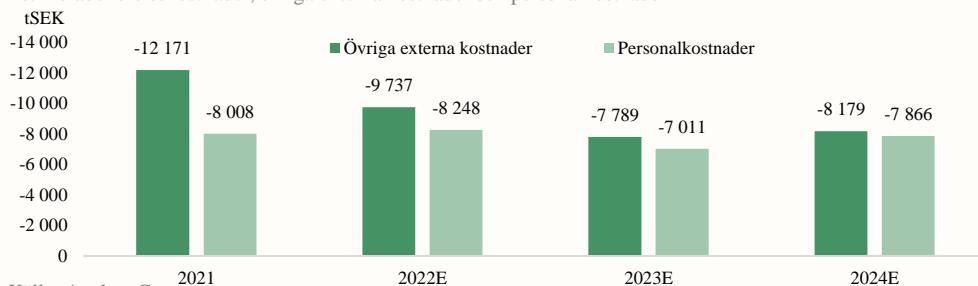
## Rörelsekostnader åren 2022-2024

Genom att mobilapplikationen, vilken är bärande i behandlingen, redan är utvecklad så uppstår det teoretiskt sett inga kostnader för produktion av tjänsten, vilket medför att bruttomarginalen är nära 100 %, däremot krävs det psykologer för att genomföra sömnbehandlingen, varför marginalen på tjänsten bedöms vara ca 55-60 %. Bolagets rörelsekostnader utgörs främst av overhead-kostnader, såsom personalkostnader för ledning samt psykologer och marknadsaktiviteter. I dagsläget bedriver Learning to Sleep marknadsföring via annonsering på ett flertal digitala plattformar, bl.a. använder sig Bolaget av Facebook, Google Ads och sökmotoroptimering för digital annonsering. Cirka 90 % av Bolagets marknadsbudget allokeras till Google Ads och Facebook, där den sistnämnda står för den större andelen, ca 80 % av Bolagets patienter kommer i kontakt med Learning to Sleep via dessa kanaler.

Under år 2021 ökade de övriga externa kostnaderna med ca 240 %, vilket Analyst Group anser bero på att Bolaget genomförde en rad varumärkesstärkande aktiviteter via framförallt digitala medier. Analyst Group estimerar att Bolagets övriga externa kostnader kommer att minska från dessa nivåer givet det sparpaket som lanserats under Q3-22, varför en minskning om 20 % estimeras för både år 2022 och 2023 vardera. Denna minskning är hänförlig till att icke nödvändigt utvecklingsarbete pausas samt att större kostnadskrävande projekt pausas. Learning to Sleeps personalkostnader antas också minska till följd av sparpaketet, om än inte i lika stor utsträckning som de övriga externa kostnaderna, till följd av de pausade projekten. Analyst Group bedömer att en heltidsanställd psykolog kan hantera ca 100 patienter i månaden, varför Bolagets nuvarande personalstyrka om fyra heltidsanställda psykologer samt 20 timanställda psykologer anses tillräckligt för att möta den efterfrågan som estimeras. Däremot estimeras Bolaget minska på marknadsföringsrelaterad personal i samband med att sparpaketet lanseras, varför kostnadsposten förväntas minska något under prognosperioden.

### Rörelsekostnaderna väntas minska till följd av sparpaketet.

Estimerade rörelsekostnader, övriga externa kostnader och personalkostnader

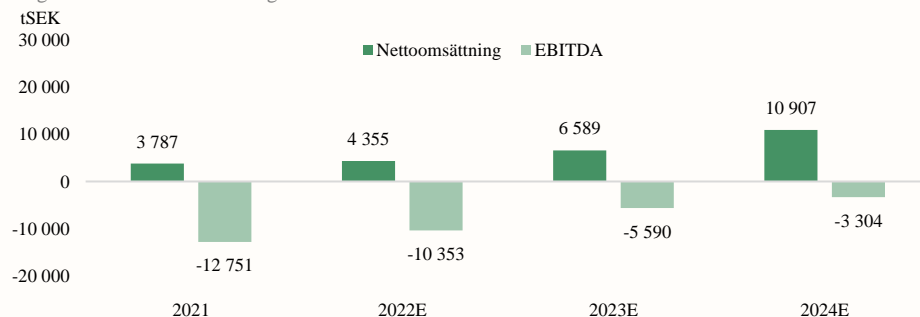


Källa: Analyst Groups prognoser

Det implementerade sparprogrammet och de estimerade minskade rörelsekostnaderna som följer, tillsammans med en växande omsättning väntas bidra positivt till EBITDA-resultatet och minska rörelseförlusten kommande år. Med hänsyn till Bolagets effektiva behandling så bedömer Analyst Group som nämnt att en heltidsanställd psykolog kan hantera ca 100 patienter i månaden, vilket visar på en skalbar affärsmodell som förväntas leda till att EBITDA-resultatet förbättras från ca -12,8 MSEK under år 2021 till -3,3 MSEK under år 2024, motsvarande en CAGR om 36 %.

### Learning to Sleep förväntas minska rörelseförlusten framgent.

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA



Källa: Analyst Groups prognoser

**36 %**  
**ÅRLIG**  
**GENOMSnittLIG**  
**EBITDA-**  
**TILLVÄXT**

# VÄRDERING

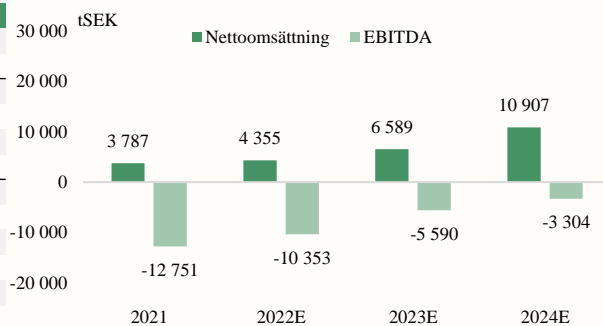
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Learning to Sleep.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, tSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	4 355	6 589	10 907
Aktiverat arbete för egenräkning	3 641	3 277	2 622	1 835
<b>Totala intäkter</b>	<b>7 428</b>	<b>7 632</b>	<b>9 211</b>	<b>12 742</b>
Övriga externa kostnader	-12 171	-9 737	-7 789	-8 179
Personalkostnader	-8 008	-8 248	-7 011	-7 866
<b>EBITDA</b>	<b>-12 751</b>	<b>-10 353</b>	<b>-5 590</b>	<b>-3 304</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>3</sup>	-433%	-313%	-125%	-47%
P/S	2,7	2,3	1,6	0,9
EV/S	2,8	2,4	1,6	1,0

Analyst Groups prognoser

<sup>3</sup> Exkl. aktiverat arbete



## Värdering: Base scenario

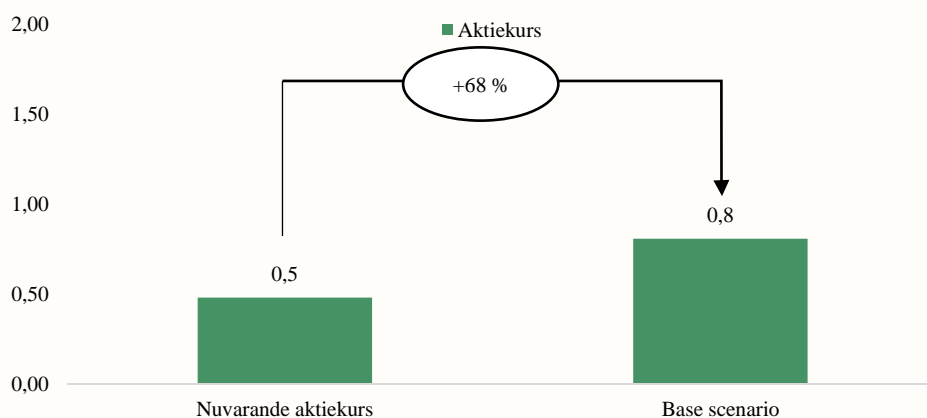
Analyst Group prognostiserar fortsatt negativt rörelseresultat för Learning to Sleep fram till år 2024, varför värderingen utgår från försäljningen där en P/S-multiplikator appliceras. Generellt kan det sägas att P/S-multiplikatorer för digitala bolag i tidig fas är höga, till följd av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplikatorer att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. Givet att Bolaget utvecklas i linje med prognoserna skulle Learning to Sleep, allt annat lika, värderas till P/S 1,6x på 2023 års försäljning. Med hänsyn till att Bolaget är i en tidig fas av sin tillväxtresa och fortsätter växa starkt även efter år 2023, samt att de underliggande marknaderna utvecklas positivt, anser Analyst Group att en P/S-multiplikator om 1,3x är konservativt. Mot bakgrund av en svag omsättningsutveckling under H1-22, vilket ha medfört lägre tillväxtförväntningar, i kombination med en ökad riskaversion för i synnerhet snabbväxande bolag som ännu inte är lönsamma, har medfört att P/S-multiplikatorn kontraherats från tidigare nivåer. Samtidigt, med hänsyn till implementerat besparingsprogram och stärkt kassa efter utgången av Q2-22, estimerar Analyst Group att Bolaget kan fortsätta exekvera på expansionsplanerna för den Svenska marknaden, vilket estimeras medföra en ökad tillväxt under stabil kostnadskontroll framgent, varför vi anser att nuvarande börsvärde bjuder in till en attraktiv *risk-reward*.

Givet ovan resonemang, och därtill med hänsyn till hur liknande bolag med affärsmodeller som påminner om Learning to Sleeps värderas, anser Analyst Group att en målmultiplikator om P/S 2,0x, likt värderingen idag (LTM), för 2023 års prognostiserade omsättning om 6,6 MSEK är rimlig. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 12 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 resulterar i ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,8 kr idag i ett Base scenario.

**0,8 KR PER  
AKTIE  
I ETT BASE  
SCENARIO**

**I ett Base scenario motiveras en aktiekurs om 0,8 kr, givet 2023 års estimerade nettoomsättning och en applicerad P/S-multiplikator om 2,0x.**

Värdering givet tillämpad P/S-multiplikator



Källa: Analyst Groups prognoser

# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario väntas en högre omsättningstillväxt till följd av ett högre patientinflöde drivet av att fler patienter hittar till Bolagets behandlingar via den annonsering som sker löpande, samt via den mer aktiva försäljningen som Bolaget satsat på under H1-22, vilken har givit resultat i form av en ökning i patientinflödet under sommaren. Utöver detta förväntas patientinflödet även drivas genom att Bolaget lyckas teckna fler underleverantörsavtal med vårdcentraler som genom remiss kan koppla samman Bolaget med potentiella patienter, vilket skulle hjälpa Learning to Sleep med att nå ut med sin tjänst till marknaden.

Vidare, i ett Bull scenario, väntas planerna på internationell expansion samt lanseringen av en prenumerationsbaserad affärsmodell återupptas år 2024 för att Bolaget ska fortsätta växa starkt även kommande år. Analyst Group bedömer att det finns ett mervärde för patienten att, efter avslutad behandling, fortsätta använda funktionerna i appen såsom övningar och sömndagbok, för att få kontinuerlig hjälp. Därför I ett Bull scenario, väntas Learning to Sleep under år 2022 lansera en prenumerationsbaserad B2C-modell på den svenska marknaden, vilken estimeras öka livstidsvärdet per patient samt generera återkommande och stabila kassaflöden. Vidare räknar Analyst Group med, i ett Bull scenario, att Bolaget år 2024 även kommer leverera den tekniska plattformen till existerande vårdgivare (B2B2C) som har patienter med sömnproblem. Modellen bygger på att kunden (vårdgivaren) hyr Bolagets plattform under en white-label-struktur och bemannar den digitalt med egna psykologer, där potentiella kunder utgörs av större privata vårdkedjor, försäkringsbolag och enskilda psykologer. Tack vare att den tekniska produkten redan är utvecklad, att mobilapplikationen är bärande i behandlingen och att affärsmodellen är anpassningsbar till olika sjukvårdssystem finns det stora möjligheter för Bolaget att skala upp verksamheten och expandera till nya geografiska marknader, där Storbritannien förväntas vara den första målmarknaden för Learning to Sleep att expandera till. Dock förväntas en sådan expansion medföra högre rörelsekostnader, varför Analyst Group räknar med ökade rörelsekostnader under år 2024. I ett Bull scenario estimeras Learning to Sleep uppvisa en nettoomsättning om ca 8,5 MSEK under år 2023, vilket med en applicerad P/S-multipel om 2,5x, motiverar ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,3 kr.

**1,3 KR PER  
AKTIE  
I ETT BULL  
SCENARIO**

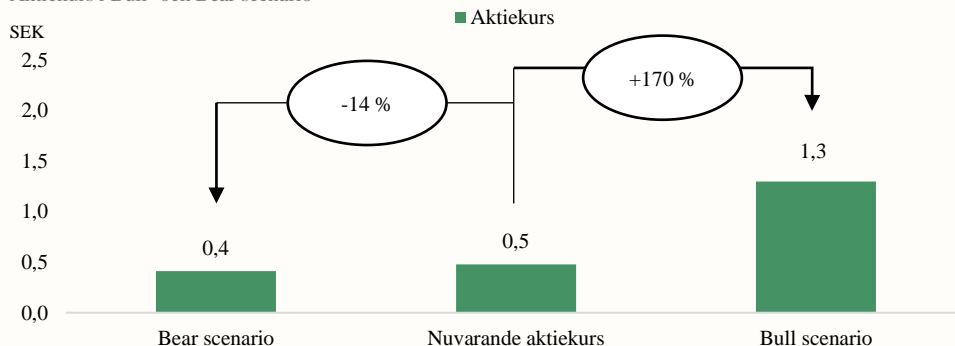
## Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Bolaget ha svårigheter med att etablera ett starkt varumärke på den svenska marknaden, vilket medför att en nischad aktör som Learning to Sleep upplever en hårdare konkurrens från t.ex. Mindler och Kry, vilka erbjuder behandling för psykisk ohälsa, dock inte specifikt sömnsvårigheter, på sin digitala plattform. Med tanke på att Learning to Sleeps intäkter i dagsläget endast är hänförliga till den svenska marknaden skulle detta få en negativ effekt på omsättningen. Svårigheter med att attrahera nya patienter på den svenska marknaden kan medföra att expansionen drar ut ytterligare på tiden, där en lägre tillväxt kan sätta press på aktien, med risk för att teckningsoptionerna som emitteras i erbjudandet inte kommer att nyttjas, och därmed gör att annan extern kapitalanskaffning återigen blir nödvändig. I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och en tillämplad målmultipel om P/S 1,5x samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,4 kr.

**0,4 KR PER  
AKTIE  
I ETT BEAR  
SCENARIO**

### Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs i Bull- och Bear scenario



Källa: Analyst Groups prognoser

# LEDNING & STYRELSE

---



## Lina Johansson, VD

Lina har en masterexamen i psykologi från Köpenhamns universitet och är legitimerad psykolog med erfarenhet av kliniskt arbete inom både psykiatri och habilitering. Lina har dessutom arbetat med metodutveckling och har ett stort intresse för utvecklingen av digitala behandlingsmetoder. Övriga pågående uppdrag som Lina har inkluderar styrelseledamotposten för Treklangen Föräldrakooperativ Ekonomisk förening. *Lina innehar 20 000 teckningsoptioner 2021/2024A.*



## Richard Gustavsson, Teknisk Chef (CTO)

Richard är självlärd systemutvecklare och har 15 års erfarenhet med systemutveckling på olika nivåer. Han har varit CTO i Bolaget sedan 2016. Han är även styrelseledamot och utvecklare i Appsari AB. *Richard innehar inga aktier eller teckningsoptioner i Bolaget.*



## Maggie Hofwimmer, Finanschef (CFO)

Maggie har en utbildning inom ekonomi och juridik, arbetat som redovisningskonsult och rådgivare samt haft ansvarsuppdrag inom ekonomi. Hon har varit CFO sedan 2021 och har inga övriga pågående uppdrag. *Åse innehar inga aktier eller teckningsoptioner i Bolaget.*

# LEDNING & STYRELSE

---



## Michael Hermansson, Styrelseordförande

Michael är utbildad civilekonom från Göteborgs universitet och har mer än 15 års erfarenhet som *Private Equity*-investorare. Dessutom har han tidigare varit VD för AdderaCare (publ), noterat AdderaCare AB. Michael är även styrelseordförande i Vevios Design AB, styrelseledamot för Framtix Holdings AB och VD för byNordic och Palito AB. I Learning to Sleep har Michael varit styrelseordförande sedan 2019. *Michael innehar totalt 46 000 aktier i Bolaget via det kontrollerade bolaget Palito AB samt 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*



## Peter Boye, Styrelseledamot

Peter har över 10 års erfarenhet av arbete med kognitiv beteendeterapi (KBT) och mångårig erfarenhet av styrelsearbete. I Learning to Sleep har han varit styrelseledamot sedan 2009. Övriga pågående uppdrag som Peter har inkluderar styrelseledamot samt VD i Psykologilabbet AB, styrelseledamot i Mood Ventures AB och styrelsesuppleant i Progress Me AB. Peter är utbildad kognitiv beteendeterapeut samt utbildad omvärldsanalytiker med examen från Malmö universitet. *Peter innehar totalt 531 200 aktier via det kontrollerade bolaget Psykologilabbet AB samt 40 000 teckningsoptioner 2021/2024A och 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*



## Ebba Fåhraeus, Styrelseledamot och Medgrundare

Ebba är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm och har erfarenhet från styrelsearbete och ledningsarbete i noterade såväl som onoterade bolag. Hon är bland annat styrelseordförande för AcuCort AB och styrelseledamot för Arc Aroma Pure AB, där båda bolagen är noterade. Ebba är även VD för SmiLe Incubator och styrelseordförande för Lysaeus AB samt styrelseledamot för Coala Life AB, Carasent ASA, Prevas AB, 3HF Response AB och Michi Capital AB. I Learning to Sleep har Ebba varit styrelseledamot sedan 2021. *Ebba innehar totalt 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*



## Thomas Wiklund, Styrelseledamot

Thomas är utbildad ekonom från Lunds universitet och har varit aktiv inom styrelser i över 30 år. Han har varit på ett flertal VD-positioner, däribland för bolaget AB Dendera Holding sedan 1990 där han även är styrelseledamot. Han är även grundare och styrelseledamot för SCP-gruppen som startades 2007. Thomas övriga uppdrag inkluderar VD och styrelseledamot-posten för AB Dendera Venture och Dufeke Säteri AB, samt styrelseordförande för Cross Technology Solution AB och SCP Advisors II AB. I Learning to Sleep har Thomas varit styrelseledamot sedan 2021. *Thomas innehar totalt 897 320 aktier indirekt genom det kontrollerade bolaget AB Dendera Venture samt 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*

# VD-INTERVJU, MICAEL GUSTAFSSON

---

## Ni presenterade nyligen er rapport för andra kvartalet år 2022. Skulle du kunna ge en sammanfattad bild av Bolagets utveckling under perioden?

Bolagets utvecklades inte helt som vi hade hoppats under kvartalet som alla kan se. Delvis beror det på den oro som finns i omvärlden, framförallt Rysslands kring i Ukraina, delvis på att Region Stockholm höjde patientavgifterna från 100 till 250 kronor i april. Det gav ett minskat inflöde under april och maj vilket påverkade omsättningen negativt. Glädjande nog återgick inflödet till en mer normal situation i juni, så det känns trots allt hoppfullt. Verksamheten har ju också en hel del utmaningar, vilket gjorde att vi genomförde ett större sparpaket och omorganisation under augusti, vilket kommer att ge en lägre kostnadsmassa under senare delen av hösten.

## Ni fick positiva besked från en preliminär rapport från Karolinska Institutet i maj 2022, vilken visade att 90 % av deltagarna hade minskat sina sömnbesvär med hjälp av era behandlingar. Kan du berätta vad resultatet betyder för er och er verksamhet framgent?

Framförallt är det så klart oerhört bra för självförtroendet att en aktör som Karolinska bekräftar det vi själva säger, dvs att vi har den bästa behandlingen för kroniska sömnproblem på den svenska marknaden och troligtvis även internationellt. Det stärker vår position gentemot regionerna och så klart även internationellt där den här typen av studier är viktiga för trovärdigheten. Sen ger studien också oss feedback från de personer som varit i studien, vilket är bra för den framtida utvecklingen av behandlingen.

## Under andra kvartalet förvärvade ni ett digitalt tarmfloranalysbolag; Symbio Me, skulle du kunna berätta lite mer om vad ni ser för potentiella synergieffekter, samt hur integrationen har gått under de senaste månaderna?

Många av våra patienter har även mag- och tarmproblematik så det finns så klart en tydlig koppling i form av ”cross selling” åt båda hållen. I det större perspektivet ser vi dock att vår digitala plattform kan kopplas upp mot Symbio Me:s app, det skulle skapa möjligheter för oss att koppla på t.ex. dietister och utveckla tjänsten vidare. Den integrationen pågår för tillfället och vi räknar med att kunna presentera ett mer sammanhållet koncept före årsskiftet. Vi har också lanserat en ny hemsida med stora förbättringar nyligen, vilket vi räknar med kommer att ge positiva effekter i verksamheten.

## Slutligen, vad skulle du vilja lyfta fram som extra intressant för en investerare att bevaka gällande Learning to Sleep under det andra halvåret av år 2022?

Som investerare tänker jag att man ska hålla utkik efter tre saker:

- Nya samarbeten som kan ge relativt snabb avkastning
- Den fullständiga forskningsstudien som bör komma någon gång under Q4-22
- Utvecklingen i Symbio Me avseende den tekniska plattformen och säljkanalerna

*Micael Gustafsson, avgående VD, Learning to Sleep*

2022-09-07

# APPENDIX

Base scenario (tSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 125	3 787	4 355	6 589	10 907
Aktiverat arbete för egen räkning	4 236	3 641	3 277	2 622	1 835
Övriga rörelseintäkter	356	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>5 717</b>	<b>7 428</b>	<b>7 632</b>	<b>9 211</b>	<b>12 742</b>
Övriga externa kostnader	-3 583	-12 171	-9 737	-7 789	-8 179
Personalkostnader	-3 653	-8 008	-8 248	-7 011	-7 866
<b>EBITDA</b>	<b>-1 519</b>	<b>-12 751</b>	<b>-10 353</b>	<b>-5 590</b>	<b>-3 304</b>
EBITDA-marginal (adj.)	-543%	-433%	-313%	-125%	-47%
Avskrivningar	-2 897	-2 939	-2 961	-3 157	-3 444
<b>EBIT</b>	<b>-4 415</b>	<b>-15 690</b>	<b>-13 314</b>	<b>-8 747</b>	<b>-6 748</b>
EBIT-marginal (adj.)	-800%	-510%	-381%	-173%	-79%
Finansnetto	-206	-1 247	-653	-395	-218
<b>EBT</b>	<b>-4 622</b>	<b>-16 937</b>	<b>-13 968</b>	<b>-9 142</b>	<b>-6 966</b>
Skatt	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-4 622</b>	<b>-16 937</b>	<b>-13 968</b>	<b>-9 142</b>	<b>-6 966</b>
Nettomarginal (adj.)	-819%	-543%	-396%	-179%	-81%
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
P/S	6,1	1,8	1,6	1,0	0,6
EV/S	7,1	2,1	1,8	1,2	0,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Bull scenario (tSEK)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Nettoomsättning	1 125	3 787	5 112	8 483	14 434
Aktiverat arbete för egen räkning	4 236	3 641	3 277	2 622	1 835
Övriga rörelseintäkter	356	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>5 717</b>	<b>7 428</b>	<b>8 389</b>	<b>11 104</b>	<b>16 269</b>
Övriga externa kostnader	3 787	-12 171	-9 737	-8 082	-8 486
Personalkostnader	-12 171	-8 008	-8 328	-7 940	-9 008
<b>EBITDA</b>	<b>-2 667</b>	<b>-12 751</b>	<b>-9 676</b>	<b>-4 917</b>	<b>-1 224</b>
EBITDA-marginal (adj.)	-645%	-433%	-253%	-89%	-21%
Avskrivningar	-8 008	-2 939	-3 008	-3 308	-3 850
<b>EBIT</b>	<b>-10 675</b>	<b>-15 690</b>	<b>-12 683</b>	<b>-8 225</b>	<b>-5 074</b>
EBIT-marginal (adj.)	-1357%	-510%	-312%	-128%	-48%
Finansnetto	0	-1 247	-767	-509	-289
<b>EBT</b>	<b>-10 675</b>	<b>-16 937</b>	<b>-13 450</b>	<b>-8 734</b>	<b>-5 363</b>
Skatt	0	0	0	0	1 126
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10 675</b>	<b>-16 937</b>	<b>-13 450</b>	<b>-8 734</b>	<b>-4 236</b>
Nettomarginal	-1357%	-543%	-327%	-134%	-42%
<b>Nyckeltal</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
P/S	6,1	1,8	1,3	0,8	0,5
EV/S	7,1	2,1	1,6	0,9	0,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

# APPENDIX

Bear scenario	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 125	3 787	3 105	4 499	5 821
Aktiverat arbete för egen räkning	4 236	3 641	3 277	2 622	1 835
Övriga rörelseintäkter	356	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>5 717</b>	<b>7 428</b>	<b>6 382</b>	<b>7 120</b>	<b>7 656</b>
	0				
Övriga externa kostnader	3 787	-12 171	-8 885	-6 664	-6 997
Personalkostnader	-12 171	-8 008	-8 248	-8 496	-8 751
<b>EBITDA</b>	<b>-2 667</b>	<b>-12 751</b>	<b>-10 751</b>	<b>-8 039</b>	<b>-8 091</b>
EBITDA-marginal (adj.)	-645%	-433%	-452%	-237%	-171%
	0				
Avskrivningar	-8 008	-2 939	-2 278	-1 993	-1 751
<b>EBIT</b>	<b>-10 675</b>	<b>-15 690</b>	<b>-13 029</b>	<b>-10 032</b>	<b>-9 842</b>
EBIT-marginal (adj.)	-1357%	-510%	-525%	-281%	-201%
	0				
Finansnetto	0	-1 247	-466	-270	-116
<b>EBT</b>	<b>-10 675</b>	<b>-16 937</b>	<b>-13 495</b>	<b>-10 302</b>	<b>-9 958</b>
	0				
Skatt	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10 675</b>	<b>-16 937</b>	<b>-13 495</b>	<b>-10 302</b>	<b>-9 958</b>
Nettomarginal	-1357%	-543%	-540%	-287%	-203%
Nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/S	6,1	1,8	2,2	1,5	1,2
EV/S	7,1	2,1	2,6	1,8	1,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



# 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 **Learning 2 Sleep AB L2S** (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.

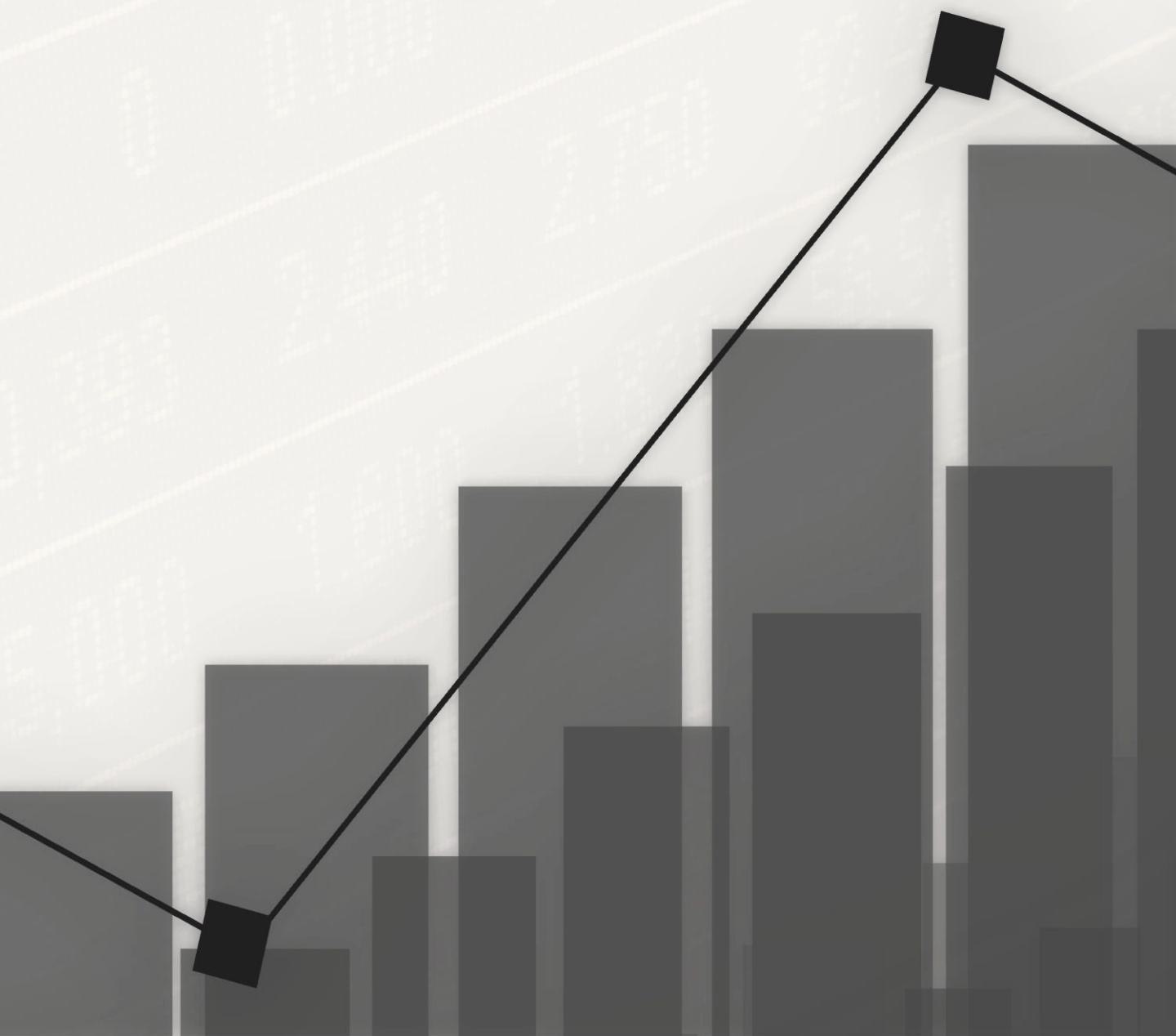
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm