

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



LEARNING TO SLEEP

Sparpaket börjar bära frukt

2022-11-18

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 TO SLEEP

SPARPAKET BÖRJAR BÄRA FRUKT

Ag

Med det tredje kvartalet år 2022 presenterat, står det klart att Learning 2 Sleep L2S AB ("Learning to Sleep" eller "Bolaget") har ökat omsättningen (Q-Q), trots att Bolaget implementerat ett omfattande sparpaket under perioden. Detta anser Analyst Group vara ett resultat av dels att Bolagets arbete med att öka patientinflödet via rekommendation från vården börjar bära frukt, dels till följd av en ökad varumärkeskänedom. Genom fortsatta satsningar på att nå ut med Bolagets erbjudande via vårdpersonal, i kombination med utökade samarbeten med digitala hälsobolag, estimerar Analyst Group omsättningen för Learning to Sleep när en omsättning om ca 5,3 MSEK år 2023, vilket utifrån en diskonteringsränta om 12 %, samt en tillämplig P/S-multipel om 1,8x, resulterar i ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,60 (0,81) kr i ett Base scenario.

■ Fortsatta utmaningar, men på rätt väg

Under Q3-22 uppgick nettoomsättningen till 881 tSEK (924), motsvarande en minskning om -5 % jämfört med samma period föregående år, samtidigt är det en ökning om 29 % Q-Q. Omsättningen var något lägre än våra förväntningar, vilket antas främst vara hänförligt till ett lägre patientinflöde till följd av en högre patientavgift. Samtidigt ser Analyst Group positivt på att Learning to Sleep ökar omsättningen Q-Q, trots att bolaget under perioden har implementerat ett omfattande sparpaket innehållande en minskad budget för marknadsföring, vilket indikerar att varumärkeskänedomerna ökar.

■ 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 både viktig samt konkurrenskraftig och bör således ha en stark position på den svenska adresserbara marknaden, vilken estimeras vara värd ca 3 mdSEK.

■ Vi justerar våra prognoser

Patientinflödet har hittills under år 2022 varit lägre än våra estimat, främst till följd av en höjning av patientavgiften som Region Stockholm genomförde i april 2022, varför vi har reviderat ned våra estimat både för år 2022 och framgent. Givet nuvarande *burn rate*, och att Learning to Sleeps kassa vid utgången av Q3-22 uppgick till ca 0,5 MSEK samt att Bolaget har upptagit ett konvertibelt lån om 3 MSEK efter periodens utgång, estimerar Analyst Group att Learning to Sleep kommer att vara i behov av ytterligare kapital vid utgången av Q4-22, allt annat lika. Detta, i kombination med en lägre estimerad nettoomsättning, medför att vi i denna analysuppdatering presenterar ett uppdaterat värderingsintervall i samtliga våra scenarion Bear, Base och Bull.

AKTIEKURS | 0,57 kr

VÄRDERINGSINTERVALL
BEAR
0,37 kr

BASE
0,60 kr

BULL
1,04 kr

LEARNING 2 SLEEP L2S AB

Aktiekurs (2022-11-17)	0,57
Antal Aktier (st.)	14 171 331
Market Cap (MSEK)	8,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	5,6
Enterprise Value (MSEK)	13,7
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING

1 månad	+30,0 %
3 månader	-39,1 %
1 år	n.a.
YTD	n.a.

HUVUDÄGARE (KÄLLA: LEARNING TO SLEEP, Q3-22)

Polynom Investment AB (publ)	14,7 %
Wikow Venture AB	6,5 %
AB Dendera Venture ¹	6,3 %
Nordnet Pensionsförsäkring	5,8 %
Micael Gustafsson	5,3 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Lina Johansson
Styrelseordförande	Michael Hermansson

FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport 4 2022	2023-02-23
------------------------	------------

PROGNOS (BASE), TSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	3 484	5 326	8 816
Omsättningstillväxt	237%	-8%	53%	66%
Rörelsekostnader	-23 118	-22 321	-19 146	-16 501
EBITDA	-12 751	-14 055	-8 477	-1 692
EBITDA-marginal (adj.) ²	-433%	-456%	-200%	-48%
P/S	1,7	1,9	1,2	0,7
EV/S	3,2	3,5	2,3	1,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.

¹ AB Dendera Venture kontrolleras av Thomas Wiklund (Styrelseledamot)

² Exkl. aktiverat arbete

KOMMENTAR Q3-22

Fortsatta utmaningar, men på rätt väg

Under Q3-22 uppgick nettoomsättningen till 881 tSEK (924), motsvarande en minskning om -5 % jämfört med samma period föregående år, samtidigt är det en ökning om 29 % Q-Q. Omsättningen var något lägre än våra förväntningar, vilket antas främst vara hänförligt till ett lägre patientinflöde till följd av en högre patientavgift. Samtidigt ser Analyst Group positivt på att Learning to Sleep ökar omsättningen Q-Q, trots att Bolaget under perioden har implementerat ett omfattande sparpaket innehållande en minskad budget för marknadsföring, vilket indikerar att varumärkeskännetiden ökar. Vidare anser Analyst Group att den organiska patienttillväxten är ett kvitto på att Bolagets arbete med att öka patientinflödet via rekommendation från vården börjar bära frukt.

Kostnadsutveckling i linje med våra förväntningar

Rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar, uppgick till -4 973 tSEK, vilket motsvarar en marginell ökning om 4 % jämfört med föregående kvartal. En ökning av rörelsekostnaderna var i linje med våra förväntningar, dels eftersom Bolaget befinner sig i en uppskalningsfas, vilket medför högre kostnader, dels med tanke på att implementerat sparpaket förväntas ge full effekt först under Q1-23. Vid utgången av Q3-22 uppgick kassaflödet från koncernen till 541 tSEK och under samma period uppgick kassaflödet från den operativa verksamheten, efter förändringar i rörelsekapital, till -1 404 tSEK per månad. Värt att notera dock är att Bolaget har stärkt kassan med 3 MSEK via ett konvertibelt lån, efter periodens utgång.

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 Q4-22, allt annat lika. Dock ska det även nämnas att Bolaget har utestående teckningsoptioner av serie TO3, vilka har teckningsperiod i början december år 2022, vilket kan tillföra Learning to Sleep ytterligare kapital. Samtidigt, med hänsyn till nuvarande börsklimat med låg investeringsvilja i framförallt bolag som ännu ej nått lönsamhet, vilket i synnerhet speglades i ett litet kapitaltillskott via Bolagets teckningsoptioner av serie TO1 och TO2, anser Analyst Group att Bolaget kommer att behöva anskaffa ytterligare externt kapital för att säkerställa likviditeten på längre sikt.

Breddar Bolagets erbjudande genom nytt samarbete

Som ett led i strategin att använda Learning to Sleeps strukturkapital kring digifysisk vård har Bolaget skrivit ett samarbetsavtal med ätstörningsappen Progress Me, vilket innebär att Learning to Sleep erbjuder Bolagets nätverk av psykologer till Progress Me:s användare för att kunna ge ytterligare stöd till de som är i riskzonen för ätstörning. Under oktober och november lanseras pilotsamarbetet för att säkerställa behandlingsresultat, intresse samt betalningslogistik, varför Analyst Group inte räknar med några intäkter via samarbetet under innevarande år. Däremot ser vi det som en strategiskt viktig byggesten i Bolagets erbjudande, vilket kan bidra till ett ökat patientinflöde under kommande år.

Sammantaget levererar Learning to Sleep en nettoomsättning som var något lägre än estimerat, samtidigt som vi ser positivt på att Bolaget växer omsättningen Q-Q, trots begränsade resurser under kvartalet till följd av implementerat sparpaket. Kostnadsutvecklingen var mer eller mindre i linje med vår prognos, där vi förväntar oss ytterligare kostnadsbesparingar under kommande kvartal.

ÖKAD
VARUMÄRKES-
KÄNNEDOM

PILOT-
LANSERING
AV
SAMARBETE
UNDER Q4-22

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 Q3-22 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 värde drivare 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 lämnade VD Micael Gustafsson samt grundare Peter Boye sina poster men fortsätter att arbeta för Bolaget på konsultbasis. Ny VD är sedan 1 september 2022 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 kostnads massan 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 ca 16-17% under både år 2022 och 2023, för att uppgå till -19,1 respektive -16,5 MSEK.

Sammanfattad prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen uppgå till 3,5 MSEK år 2022 för att sedan under år 2023 öka till 5,3 MSEK. Baserat på en målmultipel om P/S 1,8x på 2023 års försäljning, samt en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 0,60 kr.

**0,60 KR PER
AKTIE
I ETT BASE
SCENARIO**

BOLAGSBESKRIVNING

Learning to Sleep är en digital sömnklinik som grundades år 2009, vilka tillhandahåller platsoberoende, 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.

**94 %
SÖMN-
FÖRBÄTTRING**

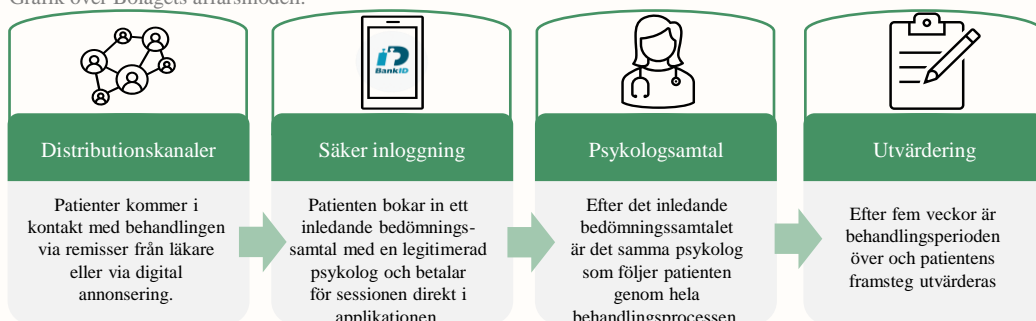
Affärsmodell

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 bedömningssamtal med en legitimerad psykolog. Patienten betalar 250 kr per samtal med psykolog och totalt sju samtalstillfällen ingår i behandlingen inklusive det inledande bedömningssamtalet, innebärande en total grundintäkt om 1 750 kr per genomförd behandling. Utöver grundintäkten om 1 750 kr erhåller Bolaget en genomsnittlig vårdersättningsavgift om ytterligare ca 175 kr per psykologsamtal från Region Stockholm. Vårdersättningen kan resultera från högst sju behandlingstillfällen, innebärande en total extraintäkt om ca 1 225 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 användarfriktion.

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

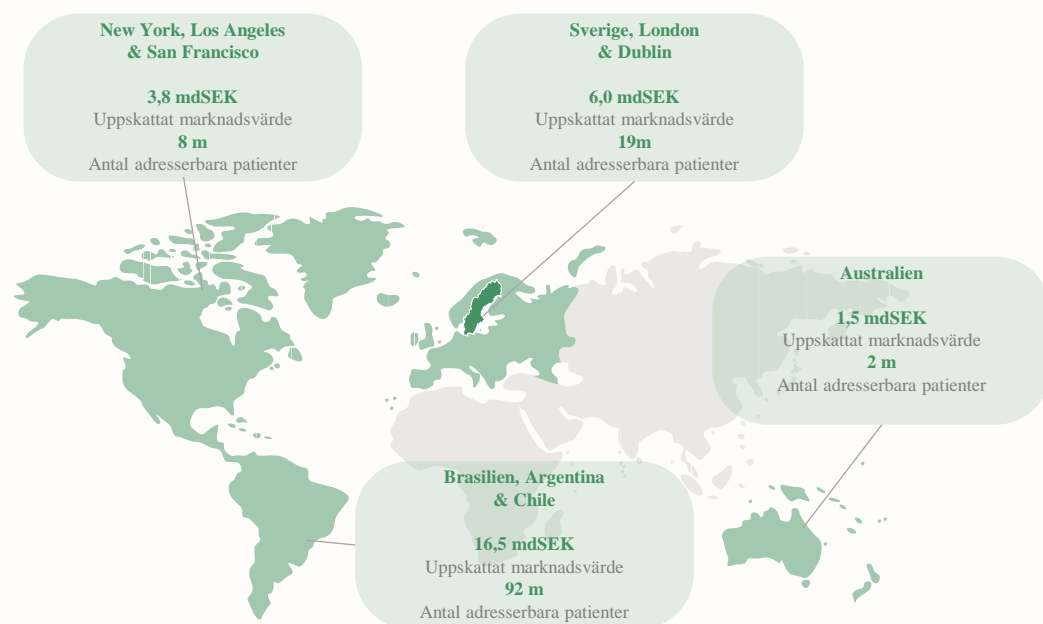
**DEN
 ADRESSERBARA
 MARKNADEN
 VÄRDERAS TILL
 ~27,8 mdSEK**

Learning to Sleep har siktet inställt på miljardmarknader

Learning to Sleep är för närvarande verksam 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

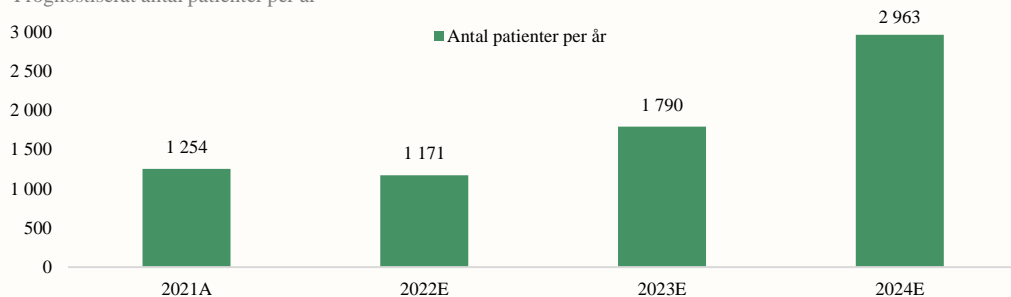
Idag verkar Learning to Sleep som en digital sömnklinik där intäkterna huvudsakligen kommer från genomförda psykologsamtal på den svenska marknaden. Givet det sparpaket som Bolaget nu har implementerat så är det Analyst Groups tolkning att planer på att expandera internationellt samt lansering av en 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 250 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 -3 % under år 2022, för att sedan accelerera stadigt för att år 2024 uppgå till ca 3 000 patienter.

5 %
CHURN

Learning to Sleep förväntas växa antalet patienter efter år 2022.

Prognostiserat antal patienter per år



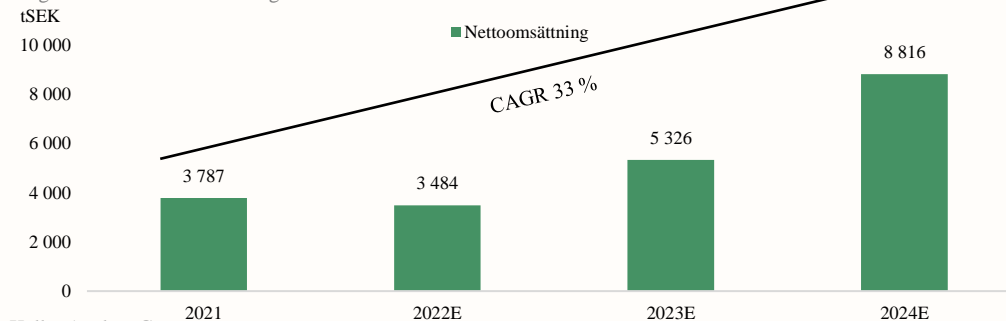
Källa: Analyst Groups prognoser

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 3,5 och 5,3 MSEK. Utifrån estimerad patienttillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningen öka från 3,8 MSEK under 2021 till 8,8 MSEK år 2024, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 33 % i ett Base scenario.

33 %
CAGR
NETTO-
OMSÄTTNING

Learning to Sleep förväntas konsolidera den svenska marknaden.

Prognostiserad nettoomsättning och CAGR



Källa: Analyst Groups prognoser

FINANSIELL PROGNOSE

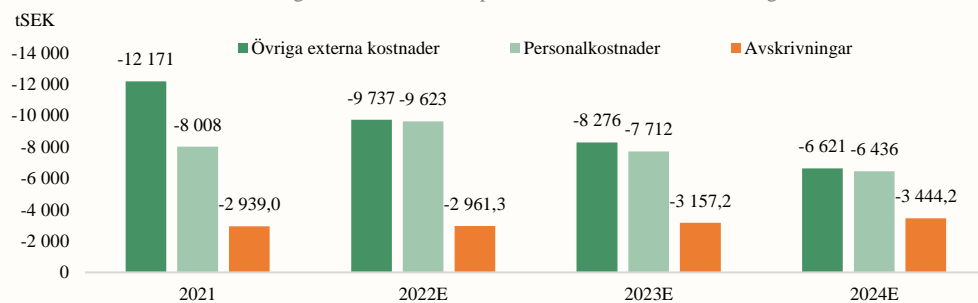
Rörelsekostnader åren 2022-2024

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 allokteras 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 16-17 % 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, 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 30 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, personalkostnader och avskrivningar

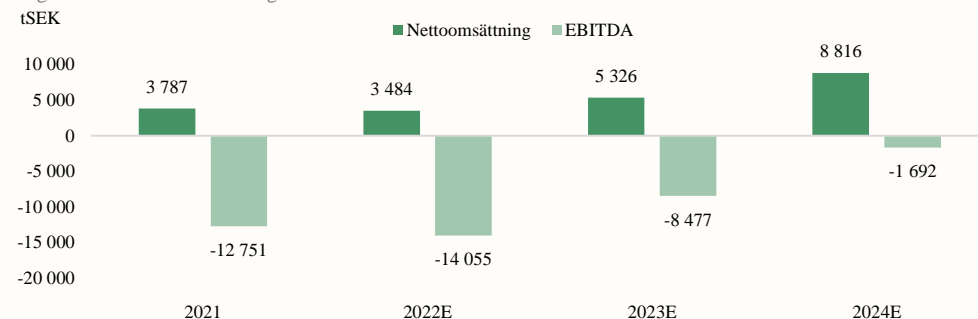


Källa: Analyst Groups prognoser

Det implementerade sparprogrammet och de estimerade minskade rörelsekostnaderna som följer, tillsammans med en växande omsättning efter år 2022, 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 -1,7 MSEK under år 2024, motsvarande en CAGR om ca 50 %.

Learning to Sleep förväntas minska rörelseförlusten framgent.

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA



Källa: Analyst Groups prognoser

~50 %
ÅRLIG
GENOMSnittLIG
EBITDA-
TILLVÄXT

VÄRDERING

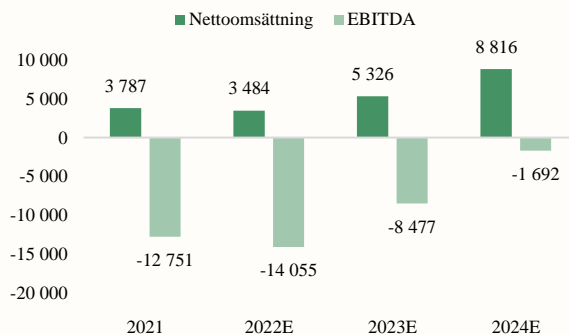
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Learning to Sleep.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, tSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	3 484	5 326	8 816
Aktiverat arbete för egen räkning	3 641	1 821	2 185	2 549
Totala intäkter	7 428	5 305	7 511	11 365
Övriga externa kostnader	-12 171	-9 737	-8 276	-6 621
Personalkostnader	-8 008	-9 623	-7 712	-6 436
EBITDA	-12 751	-14 055	-8 477	-1 692
EBITDA-marginal (adj.) ³	-433%	-456%	-200%	-48%
P/S	2,1	2,3	1,5	0,9
EV/S	3,6	3,9	2,6	1,6

Analyst Groups prognoser

³ Exkl. aktiverat arbete



Värdering: Base scenario

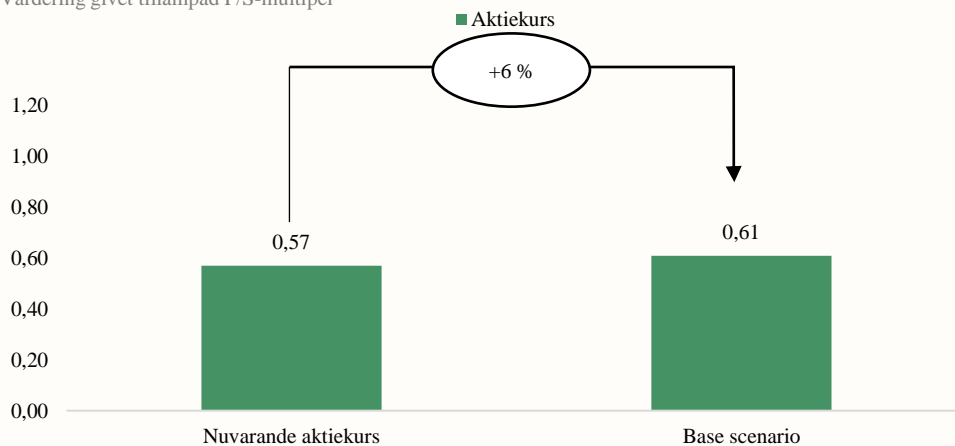
Analyst Group prognostiserar fortsatt negativt rörelseresultat för Learning to Sleep fram till år 2024, varför värderingen utgår från försäljningen där en P/S-multiplik appliceras. Generellt kan det sägas att P/S-multiplikar för digitala bolag i tidig fas är höga, till följd av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplikar 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 1,5x 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-multiplik om 1,5x 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-multiplik kontraherats från tidigare nivåer.

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 målmultiplik om P/S 1,8x, likt värderingen idag (LTM), för 2023 års prognostiserade omsättning om 5,3 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 0,60 kr idag i ett Base scenario.

**0,60 KR PER
AKTIE
I ETT BASE
SCENARIO**

I ett Base scenario motiveras en aktiekurs om 0,60 kr, givet 2023 års estimerade nettoomsättning och en applicerad P/S-multiplik om 1,8x.

Värdering givet tillämpad P/S-multiplik



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 2024/2025 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 2023 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 2024/2025 även kommer leverera den tekniska plattformen till existerande vårdgivare (B2B2C) som har patienter med sömnproblematik. 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. I ett Bull scenario estimeras Learning to Sleep uppvisa en nettoomsättning om 7,2 MSEK under år 2023, vilket med en applicerad P/S-multipel om 2,3x, motiverar ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,04 kr.

**1,04 KR PER
AKTIE
I ETT BULL
SCENARIO**

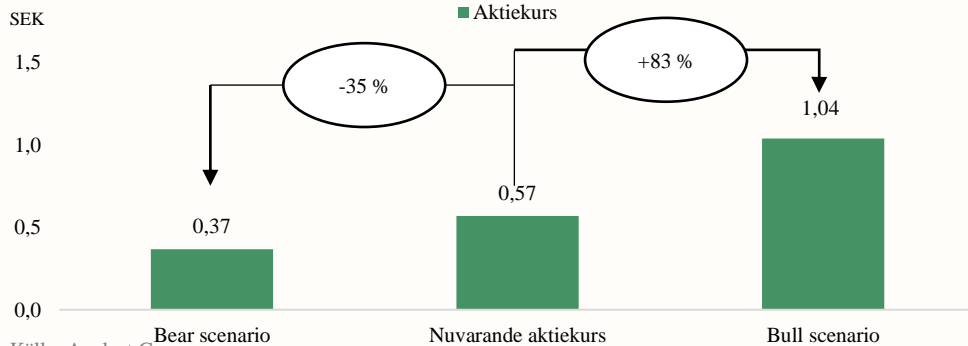
Bear scenario

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 tillämpad målmultipel om P/S 1,3x samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,37 kr.

**0,37 KR PER
AKTIE
I ETT BEAR
SCENARIO**

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs i Bull- och Bear scenario



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 100 000 aktier och 20 000 teckningsoptioner 2021/2024A.*



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. *Maggie 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 145 600 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 560 200 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 32 000 aktier och 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 829 360 aktier indirekt genom det kontrollerade bolaget AB Dendera Venture samt 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*

APPENDIX

Base scenario (tSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 125	3 787	3 484	5 326	8 816
Aktiverat arbete för egen räkning	4 236	3 641	1 821	2 185	2 549
Övriga rörelseintäkter	356	0	0	0	0
Totala intäkter	5 717	7 428	5 305	7 511	11 365
Övriga externa kostnader	-3 583	-12 171	-9 737	-8 276	-6 621
Personalkostnader	-3 653	-8 008	-9 623	-7 712	-6 436
EBITDA	-1 519	-12 751	-14 055	-8 477	-1 692
EBITDA-marginal (adj.)	-543%	-433%	-456%	-200%	-48%
Avskrivningar	-2 897	-2 939	-2 961	-3 157	-3 444
EBIT	-4 415	-15 690	-17 016	-11 635	-5 136
EBIT-marginal (adj.)	-800%	-510%	-541%	-259%	-87%
Finansnetto	-206	-1 247	-279	-213	-176
EBT	-4 622	-16 937	-17 295	-11 848	-5 313
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-4 622	-16 937	-17 295	-11 848	-5 313
Nettomarginal (adj.)	-819%	-543%	-549%	-263%	-89%
Nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/S	7,2	2,1	2,3	1,5	0,9
EV/S	12,2	3,6	3,9	2,6	1,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Bull scenario (tSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 125	3 787	4 166	7 186	12 956
Aktiverat arbete för egen räkning	4 236	3 641	2 185	2 549	2 913
Övriga rörelseintäkter	356	0	0	0	0
Totala intäkter	5 717	7 428	6 350	9 735	15 869
Övriga externa kostnader	3 787	-12 171	-10 345	-9 311	-7 914
Personalkostnader	-12 171	-8 008	-10 410	-9 383	-7 507
EBITDA	-2 667	-12 751	-14 405	-8 960	448
EBITDA-marginal (adj.)	-645%	-433%	-398%	-160%	-19%
Avskrivningar	-8 008	-2 939	-3 008	-3 308	-3 850
EBIT	-10 675	-15 690	-17 413	-12 268	-3 401
EBIT-marginal (adj.)	-1357%	-510%	-470%	-206%	-49%
Finansnetto	0	-1 247	-417	-359	-259
EBT	-10 675	-16 937	-17 830	-12 627	-3 660
Skatt	0	0	0	0	769
Nettoresultat	-10 675	-16 937	-17 830	-12 627	-2 892
Nettomarginal	-1357%	-543%	-480%	-211%	-45%
Nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/S	7,2	2,1	1,9	1,1	0,6
EV/S	12,2	3,6	3,3	1,9	1,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	30,6
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	1 456	1 092	728
Övriga rörelseintäkter	356	0	0	0	0
Totala intäkter	5 717	7 428	4 562	5 591	6 550
	0				
Övriga externa kostnader	3 787	-12 171	-9 128	-7 303	-5 477
Personalkostnader	-12 171	-8 008	-9 436	-6 807	-5 500
EBITDA	-2 667	-12 751	-14 003	-8 519	-4 428
EBITDA-marginal (adj.)	-645%	-433%	-498%	-214%	-89%
	0				
Avskrivningar	-8 008	-2 939	-2 278	-2 232	-2 153
EBIT	-10 675	-15 690	-16 280	-10 751	-6 580
EBIT-marginal (adj.)	-1357%	-510%	-571%	-263%	-126%
	0				
Finansnetto	0	-1 247	-155	-135	-58
EBT	-10 675	-16 937	-16 436	-10 886	-6 639
	0				
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-10 675	-16 937	-16 436	-10 886	-6 639
Nettomarginal	-1357%	-543%	-576%	-266%	-127%
Nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/S	7,2	2,1	2,6	1,8	1,4
EV/S	12,2	3,6	4,4	3,0	2,4
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
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm