

Learning to Sleep



Hälsokoncern som tacklar samtidens hälsorelaterade utmaningar

Learning to Sleep AB ("Learning to Sleep" eller "Bolaget") har tidigare endast tillhandahållit behandling för hantering av sömnproblem till Bolagets kunder. Genom förvärvet av Bonzun Evolve, vilket slutfördes under augusti år 2023, har Learning to Sleep nu breddat Bolagets erbjudande från att enbart fokusera på adressering av sömnproblem till en större målgrupp där Bolaget nu även tillhandahåller lösningar för stresshantering. Analyst Group estimerar att Learning to Sleep, till stor del som en effekt av förvärvet av Bonzun Evolve, uppnår en omsättning om ca 10,4 MSEK år 2024. Med en tillämpad EV/S-målmultipl på 5x på 2024 års estimerade försäljning om 10,4 MSEK härleds ett potentiellt pris per aktie om 0,11 SEK i ett Base scenario. Detta är i termer av värde per aktie lägre än i vår analys från i maj, vilket dock enbart är en teknisk justering till följd av ett ökat antal aktier efter förvärvet av Bonzun Evolve, vi höjer därmed det motiverade marknadsvärdet av Learning to Sleep från 11,8 MSEK till 46,9 MSEK i absoluta tal.

Strategiskt förvärv som kompletterar och breddar erbjudandet

Bonzun Evolve tillhandahåller en digital behandling, som utvecklats av forskare vid Karolinska Institutet, där användaren får genomgå åtta digitala sessioner för att motverka stress. Till följd av förvärvet expanderar därmed Learning to Sleep från att adressera sömnrelaterade problem till att även tillhandahålla behandlingar inom andra hälsorelaterade fält. Analyst Group ser positivt på förvärvet som en effekt av de betydande synergier, vilka genom bl.a. korsförsäljning estimeras för. Bonzun Evolve har, genom ett strategiskt ramavtal med Trygghetsrådet goda möjligheter att realisera det underliggande värdet i den kliniskt bevisade behandlingen. Trygghetsrådet ses som en attraktiv samarbetspartner till följd av de ca 1,1 miljoner tjänstemän som är anslutna till Trygghetsrådet, vilket kan leda till en stor försäljning av licenser enbart genom Trygghetsrådet.

Lägre omsättning under kvartalet estimeras vara temporär

Under Q2-23 uppgick Learning to Sleeps nettoomsättning till 0,6 MSEK, vilket är lägre än nettoomsättningen om 1 MSEK under Q1-23. Den lägre omsättningen är främst hänförlig till en lägre subvention från Region Stockholm, vilket har inneburit att Bolaget har inlett en omstrukturering av prissättningsmodellen för att bli mindre beroende av subventioner, samt det omfattande arbetet under kvartalet avseende att slutföra förvärvet av Bonzun Evolve. Med ett större försäljningsfokus framöver, samt med Bonzun Evolve inom koncernen, estimeras försäljningen accelerera under H2-23 och öka från 1,6 MSEK under H1-23 till 4 MSEK under H2-23 för koncernen.

Reviderat värderingsintervall

Till följd av att Bonzun Evolves mjukvara inte är beroende av psykologer, vilket Learning to Sleeps mjukvara för närvarande är, anses Bonzun Evolves mjukvara vara mer skalbar fast med lägre omkostnader. Därutöver är Bonzun Evolves tjänst mer nischad gentemot B2B, vilket anses mer lukrativt än B2C avseende prissättningsmodellen. Sammantaget motiveras en högre EV/S-målmultipl, baserat på en mer skalbar affärsmodell, vilket härleder ett pris per aktie om 0,11 SEK i ett Base scenario.

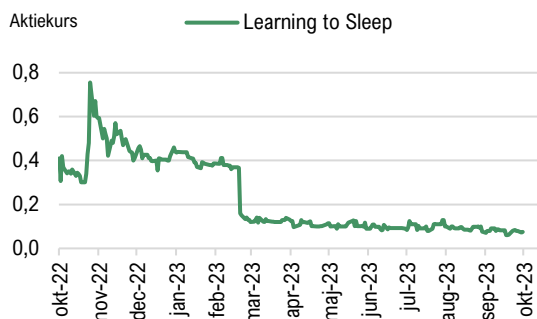
VÄRDERINGSINTERVALL



NYCKELDATA

Senast betalt (2023-10-03) (SEK)	0,07
Antal Aktier (st.)	429 274 613
Market Cap (MSEK)	32,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	5,3
Enterprise Value (MSEK)	37,3
Lista	First North Stockholm
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-09

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2023-10-03)

Tommy Larsson	17,1 %
Thomas Wiklund	12,3 %
Lars Wikander	6,5 %
Micael Gustafsson	6,5 %
Mats Jarlebrink	6,3 %

Prognoser (MSEK)

	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3,4	5,6	10,4	17,5
Totala intäkter	4,7	5,6	10,4	17,5
Rörelsekostnader	-18,7	-20,7	-17,0	-16,8
EBITDA	-14,0	-15,1	-6,6	0,7
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	4 %
P/S	2,4x	5,8x	3,1x	1,8x
EV/S	2,9x	6,7x	3,x	2,1x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	53,2x

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4
Marknadsanalys	5
Finansiell prognos	6-7
Värdering	8
Bull & Bear	9
Ledning och styrelse	10
Appendix	11-12
Disclaimer	13

OM BOLAGET

Learning to Sleep är en digital sömnklinik som grundades år 2009, och tillhandahåller platsoberoende, digital och evidensbaserad kognitiv beteendeterapi (KBT)-behandling mot sömnsvårigheter. Tjänsten förmedlas till konsumenter genom att patienter via Bolagets mobilapplikation får konsultationer av psykologer. Bonzun Evolve, som förvärvades under Q3-2023, tillhandahåller tjänster avseende stresshantering, vilka är utvecklade av forskare vid Karolinska Institutet som en vidareutveckling av klassisk KBT. Programmet hjälper medarbetarna genom att bilda konkreta strategier för att förbättra stresshantering. Learning to Sleep är noterade på First North sedan 2022.

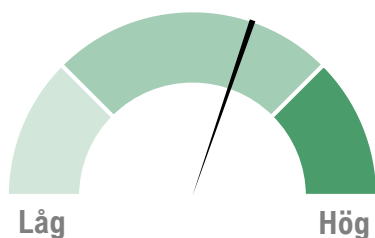
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Micael Gustafsson (t.f.)
Styrelseordförande	Michael Hermansson

ANALYTIKER

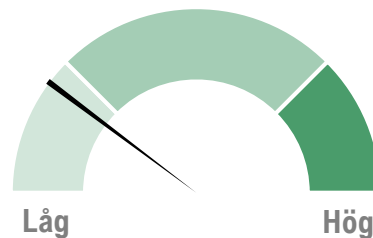
Namn	Patrik Brimedahl & Sebastian Wester
Telefon	+46 70 799 26 12
E-mail	patrik.brimedahl@analystgroup.se

Värde drivare



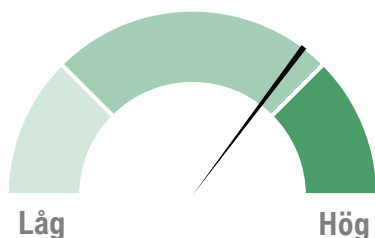
Förvärvet av Bonzun Evolve ses som en värde drivare till följd av de intäktsnyergier som genom korsförsäljning väntas realiseras. Därutöver söker Bolaget aktivt efter nya förvärv, vilket möjliggör en breddning av Bolagets erbjudande. Marknaden inom telemedicin, vård via distans, både rörande sömnproblem samt stresshantering, ses som attraktiv till följd av utbredda problem inom bådaderna områden med en stark underliggande tillväxt.

Lönsamhet



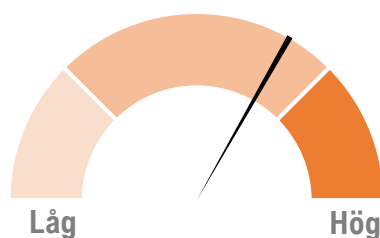
Learning to Sleeps expansion har varit mer kostnadskrävande än förväntat, vilket i kombination med initialt låga intäkter har resulterat i svårigheter att nå lönsamhet. Förvärvet av Bonzun Evolve väntas på sikt bidra till att Learning to Sleep fortsätter resan mot lönsamhet men för närvarande bidrar Bonzun Evolve till en svagare lönsamhetsbild. Betyget är endast baserat på den historiska lönsamheten och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Micael Gustafsson, tidigare VD, har under våren 2023 tillträtt rollen som tillförordnad VD vars uppgift är att integrera förvärvet av Bonzun Evolve och skala upp försäljningen framöver. Vad gäller resten av ledningen och styrelsen anser Analyst Group att dessa har relevanta erfarenheter för att expandera Bolagets erbjudande.

Risk



Det är vitalt att Learning to Sleep framgångsrikt exekverar på uppskalningen av försäljningen framöver. Både Learning to Sleep samt Bonzun Evolve har färdiga produkter som redan tagits till marknaden, ytterligare marknadsbearbetning behövs däremot för att accelerera försäljningsvolymen. Learning to Sleep har under Q2-23 tappat försäljning till följd av att Region Stockholm har sänkt subventioner för behandlingen, således finns även en viss politisk risk att ta hänsyn till.

Korsförsäljning
väntas skapa
signifikanta
synergier

Förvärv av Bonzun Evolve väntas skapa tydliga synergier framgent

Bonzun Evolve som tillhandahåller tjänster inom stressprevention befinner sig för närvarande i en attraktiv fas till följd av en stark kund-pipeline vilken förväntas omsättas till ökad försäljning under prognosperioden. Bland annat har ett pilotprojekt utförts i ett flertal kommuner, såsom Skara och Norrtälje, vilket har fallit väl ut och estimeras bidra till en accelerering av försäljningen framgent. Utöver att Bonzun Evolve är välpositionerat för att kapitalisera på den utbredda stressproblematiken, vilken behöver adresseras mer framgångsrikt på samhällsnivå, väntas även förvärvet generera betydande synergier. Vissa kostnads-synergier har estimerats till följd av att två organisationer som är relativt lika har slagits ihop och därmed kan samordna ett flertal aktiviteter samt därför bland annat kostnadsminimera försäljningsarbetet. De mest värdeskapande synergier antas däremot av Analyst Group vara intäktssynergier som uppstår till följd av att bolagens produkter kan korsförsälas. För närvarande riktar sig Learning to Sleep främst mot B2C medan Bonzun Evolve riktar sig mot B2B, vilket kan försvåra korsförsäljning initialt. Däremot har Learning to Sleep sjösat ett program kallat *Learning to Sleep Academy*, vilket är riktat mot B2B. Under sommaren har en relativt blygsam marknadsbearbetning resulterat i fem utstående offerter gällande programmet, varför Analyst Group ser positivt på att Bolaget framöver även kan fokusera på B2B-marknaden och således i högre utsträckning exekvera på korsförsäljning med Bonzun Evolve.

Behandling med *Proof of Concept*

Learning To Sleep har erhållit ett starkt *Proof of Concept* för Bolagets produkt till följd av en rapport som publicerades av Karolinska Institutet under Q3-22¹. Rapporten visade att 90 % av de som behandlats med Learnings to Sleeps behandling kliniskt förbättrade sin sömn. Därutöver påvisade rapporten att Learning to Sleeps behandling är effektivare än konkurrenters behandlingar. Rapporten påvisar således att Learning to Sleeps behandling är bland de marknadsledande behandlingarna som finns tillgängliga på marknaden, vilket även medför att behandlingen ses som en stark utmanare till sömnpiller vilket är en stor del av vad patienter med sömnproblem vänder sig till, något som är en kortsiktig lösning på problemet. Behandlingen som utvecklats av Bonzun Evolve är en vidareutveckling av traditionell KBT och har erhållit godkännande av försäkringskassan som arbetsplatsinriktat rehabiliteringsstöd, vilket möjliggör för kunder att ansöka om statligt stöd för upp till 50 % av kostnaden för behandlingen. Godkännandet verkar dels som ett *Proof of Concept* av Bonzun Evolves behandling men även ett starkt finansiellt incitament för kunder att använda behandlingen, vilken baseras på sedan länge vedertagen KBT-behandling, och ansöka om stödet.

Ytterligare förvärv möjliggör en bredare hälsokoncern

Förvärvet av Bonzun Evolve markerar potentiellt startskottet på Learning to Sleeps resa gentemot att bli en hälsokoncern som kan tillhandahålla tjänster för ett flertal olika hälsorelaterade problem. Att flertalet olika hälsorelaterade utmaningar kan tacklas digitalt av samma aktör anses som attraktivt bland potentiella kunder till Bolaget till följd av att det underlättar paketering samt logistiken vid inköp av tjänster. En större organisation med flera kunder väntas därutöver ha en validerande effekt i det varumärkesbyggandet arbetet gentemot marknaden. Inom hälsa är den validerande effekten av särskilt stor betydelse till följd av att både B2B och B2C-kunder prioriterar välkända behandlingar med *Proof of Concept*, vilket Bolaget redan innehar men vilket förväntas förstärkas ytterligare i takt med att Bolaget växer och blir en mer välrenommerad aktör. Learning to Sleep kommunicerade under Q2-2023 att marknadsläget fortsätter utvärderas avseende ytterligare förvärv, vilket möjliggör en breddning av Bolagets erbjudande. Om fler förvärv genomförs kan försäljningskanalerna fortsatt breddas där respektive behandling kan paketeras tillsammans mot respektive kunder, vilket även var Bolagets avsikt att exekvera på vid förvärvet av Bonzun Evolve. Rådande marknadsläge har även inneburit att ett flertal värderingar har kommit ned, vilket öppnar upp för att Learning To Sleep framgent kan förvärva bolag till attraktiva värderingar.

Reviderat värderingsintervall

Förvärvet av Bonzun Evolve adderar ett ytterligare starkt intäktsben för Learning to Sleep som anses besitta högre försäljningspotential än Learning to Sleeps sömnrelaterade behandling. Mjukvaran som Bonzun Evolve har utvecklat är inte beroende av ökade personalkostnader likt Learning to Sleeps behandling som tillhandahålls vid sömnbesvär. Dessutom anses det mer etablerade erbjudandet B2B, vilket Bonzun Evolve tillhandahåller, vara lättare att skala upp än Learning to Sleeps erbjudande mot sömn som främst är riktat mot B2C. Således anses en EV/S-målmultipel om 5x vara befogad vid värderingen av det sammanslagna Bolaget. Givet detta härleder vi ett potentiellt värde per aktie om 0,11 SEK i ett Base scenario.

¹ Learning to Sleep

Learning to Sleep

Learning to Sleep som grundades 2009 har utvecklat en mobilapplikation som digitalt tillhandhåller en evidensbaserad kognitiv beteendeterapi (KBT)-behandling mot sömnsvårigheter. Till följd av att vården ofta hänvisar till läkemedel vid sömnsvårigheter har Bolaget identifierat ett vitt fält i marknaden där det i ett tidigare skede går att fånga upp patienter som lider av sömnsvårigheter och därmed proaktivt adressera problemet. Läkemedel som föreskrivs mot sömnsvårigheter anses inte heller adressera roten till problemet utan snarare fungera som en mildrande effekt, vilken temporärt minskar sömnsvårigheter. Bolagets evidensbevisade behandling har bevisats vid upprepade tillfällen, bland annat genomförde Karolinska Institutet en studie där resultatet visade på att 90 % av patientgruppen blev friskare vid behandling med Bolagets framtagna behandling. Därutöver har ytterligare en klinisk utvärdering påvisat att 94 % av patienterna som genomförde behandlingen förbättrade sin sömn, bland de deltagande patienternas slutade även 80 % att ta sömnmedel till följd av förbättrad sömn. Således har den utvecklade digitala behandlingen en hög effektivitet som realiseras i de höga utfallen av patienter som reagerar positivt på behandlingen, vilket minskar förbrukningen av läkemedel. Till följd av att 80 % slutade ta sömnläkemedel i den senare kliniska behandlingen påvisas det även att den digitala behandlingen framgent bör inneha större potential att konkurrera ut sömnmedel än hittills uppvisat.

Upprepat kliniskt
Proof of Concept

Affärsmodell Learning to Sleep

Learning to Sleeps behandling bygger på att patienten genomför sju samtal med en psykolog som totalt har ett Lifetime Value om drygt 2 000 SEK. Till följd av höga personalkostnader för psykologerna som genomför behandlingen samt en kraftigt reducerad subvention av behandlingen i Region Stockholm, vilket påvisar risken i att vara beroende av subventioner, undersöker däremot Bolaget huruvida i vilken utsträckning en mer patientbaserad avgift är möjlig. De inledande testerna för att undersöka detta visar enligt Bolaget på positiva indikationer rörande att konsumenten har betalningsvilja för att stå för en större del av betalningen själv, vilket genom en högre prissättning skulle möjliggöra ökade marginaler och högre försäljningsintäkter för Bolaget, givet att patientbortfallet inte blir för omfattande när subventionen inte är applicerbar i samma utsträckning. Bolaget har även lanserat ett B2B-koncept där företag adresseras, där ett samarbete med Sirius A-lag i fotboll har etablerats från vilka Bolaget har erhållit stark positiv respons avseende behandlingen och den inverkan behandlingen haft på spelarnas mående.

Samarbete med
Sirius A-lag i
fotboll

Bonzun Evolve

Till följd av förvärvet av Bonzun Evolve har koncernen utvidgats från att centrera hela erbjudandet kring sömnsvårigheter till att därutöver tillhandahålla behandlingar rörande stresshantering. Bonzun Evolves program är, likt Learning to Sleeps, ett evidensbaserat digitalt program. Programmet är framtaget av forskare vid Karolinska Institutet och bygger på ACT (Acceptance and Commitment Training), vilket är en vidareutveckling av traditionell KBT. Till skillnad från Learning to Sleep riktar sig däremot Bonzun Evolve främst till företag som köper in licenser som deras anställda tilldelas för att genomgå programmet mot stress. Utöver företaget riktar sig även bolaget mot offentlig sektor där ett pilotprojekt med ett flertal kommuner nyligen har avslutats med positiv respons. Företagen och organisationerna som bolagets behandling främst riktas mot är medelstora med över 50-anställda på chefs- och ledningsnivå. Utöver pilotprojektet med kommuner har även ett samarbete med Trygghetsrådet inletts, vilka även Bonzun Evolve har ingått ramavtal med. Ramavtalet möjliggör att Trygghetsrådet kan beställa behandlingen till sina rådgivare och deras klienter. Cirka 35 000 företag och 1,1 miljoner tjänstemän är anslutna till Trygghetsrådet, vilket demonstrerar att Bonzun Evolve vid effektivare marknadsbearbetning har potential att nå en stor målgrupp.

Utvecklat av
forskare vid
Karolinska
Institutet

Affärsmodell Bonzun Evolve

Bonzun Evolve tillhandhåller Bolagets evidensbaserad behandling till marknaden genom ett licensbaserat program som kan genomföras via dator eller mobil. Licenserna ger tillgång till åtta sessioner om cirka 20-30 minuter vardera som tacklar olika typer av stressrelaterade problem. Genomförandet av programmet tar som helhet åtta veckor att genomföra och består av interaktiva övningar samt verktyg för att stimulera beteendeförändringar och en sänkning av stressnivån hos användaren. Programmet hjälper medarbetarna genom att öka deras medvetenhet om bland annat stress och återhämtning samt hjälpa till med att bilda konkreta strategier för hur man kan förbättra stresshanteringen och i förlängningen upprätthålla en bättre hälsa och livsbalans. Kunderna betalar för licenserna styckvis och priset per licens uppskattas vara drygt 2 000 kr, där hela summan betalas initialt vid köpet av licenserna.

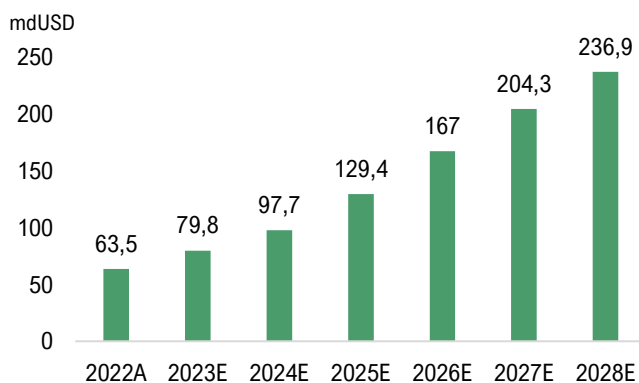
Marknaden för insomni

I dagsläget är Learning to Sleep verksamma på den svenska marknaden, Analyst Group ser att den största chansen till internationell expansion är via förvärv, men till följd av att Bolaget väntas behöva fortsätta marknadsbearbetningen i Sverige för att nå en större del av den svenska marknaden ses en eventuell internationell expansion som relativt osannolik på kort- till medellång sikt. Antagandet om att Bolagets erbjudande primärt väntas växa i Sverige initialt motiverar att den svenska marknaden främst ses till vid uppskattningen av marknadspotentialen. Enligt Folkhälsomyndigheten lider 46 % av den svenska befolkningen av sömnbriist varav ca 10 % lider av insomni (svåra sömnsvårigheter), vilket motsvarar ca 1 miljon svenskar. Orsaker såsom ökad stress och oro antas vara starka drivare till varför en så stor del av befolkningen har sömnsvårigheter, vilket även öppnar upp för en integration av Learning to Sleeps och Bonzun Evolves erbjudanden. Analyst Group antar ett konservativt antagande om att det endast är de ca 1 miljon människorna i Sverige som söker vård för sina sömnbesvär där Lifetime Value per patient väntas uppgå till drygt 2 000 SEK. Noterbart är att detta antagande är konservativt och härleds från en prissättning av tjänsten efter att subventionen kopplad till tjänsten kraftigt reducerats i Region Stockholm, samt innan en ompaketering till en högre prissättningen har skett där patienten själv ska stå för en större del av kostnaden för behandlingen. Därutöver antas ca hälften av patienterna, 49 %, vara öppna för att erhålla den här typen av vård på distans, vilket innebär att det finns ca 490 000 personer i Sverige som lider av insomni och som anses vara adresserbara för Bolaget för närvarande. Andelen av befolkningen vilka antas vara villiga att behandlas digitalt förväntas däremot öka successivt till följd av att tekniken blir en mer substantiell del av våra liv som allt fler växer upp med. Under dessa antaganden härleds en adresserbar marknad i Sverige om ca 1 mdSEK för Learning to Sleeps behandling avseende sömnbesvär. Ett högre pris, om exempelvis 4 000 kr, som många konsumenter väntas vara villiga att betala, baserat på de positiva resultat Bolaget erhållit i sina tester kring ny prissättning, skulle dubblera marknadspotentialen för tjänsten i Sverige, till ca 2 mdSEK. Till följd av att endast de med svåra sömnbesvär inkluderats i härledningen av den adresserbara marknaden i Sverige anses det även rimligt att denna grupp har en högre betalningsvilja.

1 miljon svenskar lider av insomni, vilket skapar extensiv marknad

Marknaden inom telemedicin estimeras växa med en CAGR om 24,5 %.

Marknaden väntas uppvisa ett värde om 237 mdUSD år 2028



Källa: market.us

Andel patienter globalt vilka kan tänka sig digital behandling.

49 % av patienter är öppna för digital samtalsterapi



Källa: Mordor Intelligence

Marknaden för stressprevention samt telemedicin

Marknaden som Bonzun Evolve adresserar, stressprevention, uppskattas vara omfattande genom att se på hur volymen av antalet sjukskrivningar ökat de senaste drygt 10 åren. Vid utgången av 2010 uppgick antal pågående sjukskrivningsfall till ca 111 000 medan antalet sjukskrivningsfall vid utgången av år 2022 uppgick till ca 198 000. En drivande faktor bakom den omfattande ökningen antas vara stress, vilken även i viss utsträckning förklarar det stora antalet som lider av sömnsvårigheter. Marknaden för telemedicin, vård via distans, vilket kan appliceras för både sömnbehandlingen och stressbehandlingen som numera ingår i Learning to Sleeps hälsokoncern, estimeras från år 2022 till 2028 öka med en CAGR om 24,5 %, vilket motsvarar ett globalt marknadsvärde om ca 237 mdUSD år 2028. Till följd av avsaknaden av liknande behandlingar för att motverka stress på den svenska marknaden är Bonzun Evolve i en attraktiv position för att kapitalisera på den höga marknadstillväxten genom bolagets evidensbaserade behandling. Behandling för stressprevention anses, likt sömnbehandling, ligga närmast *samtalsterapi* i de olika klassificeringar. I diagrammet ovan framgår det hur stor andel av patienter globalt som kan tänka sig en digital behandling, varpå en andel om nära 50 % av de personer som lider av stress antas vara villiga att utföra sin behandling online, något som Bolaget förväntas kunna kapitalisera på.

Marknadstillväxt om 24,5 % under perioden 2022-2028

Omsättningsprognos åren 2023-2025

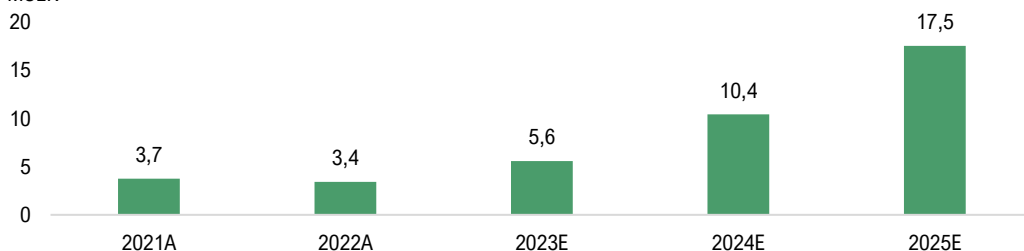
Till följd av ett intensivt arbete med förvärvet av Bonzun Evolve samt reducerade subventioner för Learning to Sleeps behandling sjönk omsättning från 1 MSEK under Q1-23 till 0,6 MSEK under Q2-23. Eftersom förvärvet nu är i hamn väntas däremot försäljningsarbetet accelerera under resterande del av 2023. Därutöver genomför nu Bolaget ett strategiskt arbete för att positionera betalningsmodellen på ett längre avstånd från subventioner vars politiska risk är viktig att sänka för att generera förutsägbara intäktsflöden framgent. Sammantaget estimeras Learning to Sleeps omsättning, exklusive Bonzun Evolve, växa med en CAGR om 35,9 % fram till 2025, vilket genererar en försäljning om 8,6 MSEK år 2025. Den höga omsättningstillväxten estimeras även med bakgrund till att marknaden för telemedicin fram till år 2028 estimeras växa med en CAGR om 24,5 %. Som en effekt av att Learning to Sleep har en färdig produkt som redan tagits till marknaden anses det rimligt att Bolaget med en utökad försäljningsstrategi och en tydligare positionering direkt mot konsument har kapaciteten att kapitalisera på den attraktiva marknadstillväxten och framgångsrikt växa Bolagets försäljning i hög takt. Därutöver väntas erbjudandet inom B2B som nyligen har paketerats, och bland annat nått framgångsrika resultat då Sirius A-lag i fotboll implementerade behandlingen för klubbens spelare, addera ytterligare en intäktström till Bolaget.

Licenserna som säljs av Bonzun Evolve antas ha ett pris per licens om drygt 2 000 SEK. Till följd av att Bonzun Evolve för närvarande arbetar intensivt med att skala upp försäljningen och penetrera marknaden antas priset fram tills år 2025 vara relativt konstant. Försäljningsvolymen estimeras däremot accelerera till följd av korsförsäljning som förväntas uppstå med Learning to Sleeps kunder när Learning to Sleeps B2B-erbjudande blivit mer etablerat. Därutöver ses pilotprojektet med flertalet kommuner som framgångsrikt utförts, samt ramavtalet med Trygghetsrådet, som starka försäljningsdrivare vilka har kapaciteten att skapa aktieägarvärde framöver. Vi estimerar att Bonzun Evolve kommer att skala upp bolagets licensförsäljning i snabb takt och under år 2025 sälja ca 4 000 licenser i ett Base scenario. Licensförsäljningen under år 2025 estimeras generera en intäktsvolym om 8,9 MSEK för Bonzun Evolve. Den högre försäljningspotentialen avseende Bonzun Evolve kontra Learning to Sleeps erbjudande estimeras till följd av att produkten inte är beroende av personal i behandlingen samt är mer etablerad B2B med kunder som snabbt har potential att generera en hög försäljning, vilket samtidigt innebär en högre skalbarhet.

Förvärvet av Bonzun Evolve estimeras bidra till en nettoomsättning om 17,5 MSEK år 2025.

Nettoomsättning för Learning to Sleep perioden 2021-2025

MSEK



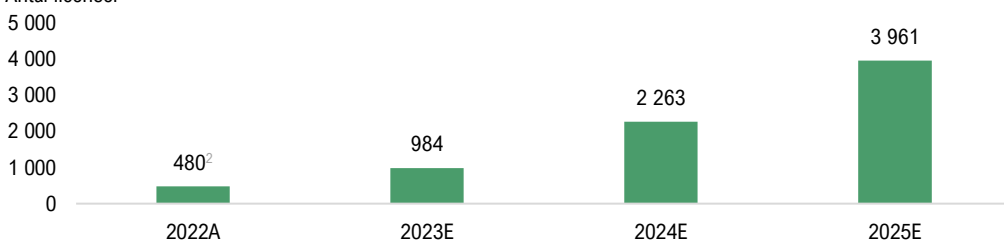
Källa: Analyst Groups prognoser

Sammantaget estimeras en CAGR om ca 72 % under perioden 2022 till 2025, vilket genererar intäkter om totalt 17,5 MSEK för Learning to Sleep år 2025. Noterbart är att vi exkluderat eventuell M&A i våra estimat givet det spekulativa elementet det medför. Ytterligare förvärv ses likväl som katalysatorer för intäktsstillväxt som kan addera korsförsäljning i än högre utsträckning.

Bonzun Evolve väntas i högre grad kapitalisera på ramavtalet med Trygghetsrådet och accelerera licensförsäljningen.

Antal sålda Bonzun Evolve licenser perioden 2022-2025

Antal licenser



Källa: Analyst Groups prognoser

Med en tydligare och stärkt säljstrategi anses Bolaget ha möjlighet att kapitalisera på marknadstillväxten

Bonzun Evolve accelererar licensförsäljningen

Försäljning om 17,5 MSEK år 2025

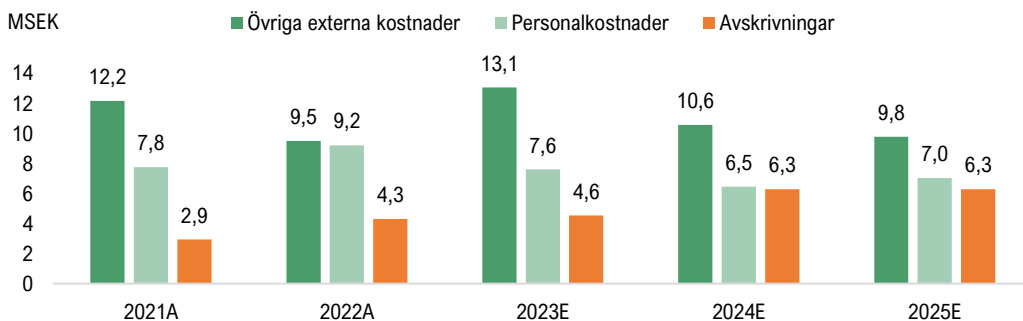
Kostnadsprognos åren 2023-2025

Både Learning to Sleep och Bonzun har under respektive uppskalningsfas dragits med höga kostnader till följd av utveckling, personal och övriga externa kostnader. De höga kostnadsbaserna som bolagen haft har således resulterat i negativa kassaflöden och lönsamhet. Till följd av att Learning to Sleep varit beroende av psykologer vid behandling av patienter har även behandlingen fört med sig höga kostnader, vilket hämmat lönsamheten. Därutöver har sänkta subventioner under Q2-23 haft en omfattande negativ påverkan på lönsamheten. För att tjänsten ska uppnå en mer konkurrenskraftig marginalnivå framgent ses därmed den nya positioneringen där slutkonsumenten väntas betala för en större del av tjänsten själv som viktig för att bygga upp en starkare lönsamhet. Den nya positioneringen där patienterna får betala för en större del av behandlingen estimeras expandera marginalerna under prognosperioden, delvis till följd av att personalkostnader estimeras minska i absoluta tal och därmed utgöra en avsevärt mindre andel av intäkterna. Därtill estimeras B2B-erbjudandet, där fem utestående offerter uppnåtts efter en blygsam marknadsbearbetning under sommaren, stärka lönsamheten ytterligare. Vi anser att de sänkta subventionerna på sikt således har en potentiellt positiv effekt på lönsamheten då de medfört att Bolaget tvingats till att hitta nya mer attraktiva intäktsskott till följd av lägre kostnader estimeras förbättra lönsamheten för Learning to Sleep.

Mjukvaran som Bonzun Evolve utvecklat är färdigkonstruerad, vilket innebär att ytterligare kostnader för behandlingen i relation till intäkter väntas vara marginella. Mjukvaran är inte heller i samma utsträckning beroende av personal som guidar patienterna genom behandlingen. Att mjukvaran är färdigutvecklad och inte är i behov av personal, likt psykologer, estimeras vara en starkt bidragande orsak till att de totala personalkostnaderna hänfört Learning to Sleep prognostiseras minska från 9,2 MSEK år 2022 till 7 MSEK år 2025 trots att intäkterna under motsvarande period förväntas öka med en CAGR om ca 72 %. Sammantaget estimeras Bolagets EBITDA öka från -14,0 MSEK år 2022 till 0,7 MSEK år 2025. Således indikerar prognoserna att Learning to Sleep väntas bli lönsamt på EBITDA-nivå under prognosperioden. Eftersom EBITDA är ett proxy för kassaflöde antas även Learning to Sleep börja generera ett positivt kassaflöde under H2-25 eller H1-26, i ett Base scenario.

Kostnadsbasen väntas vara relativt konstant trots en hög försäljningstillväxt.

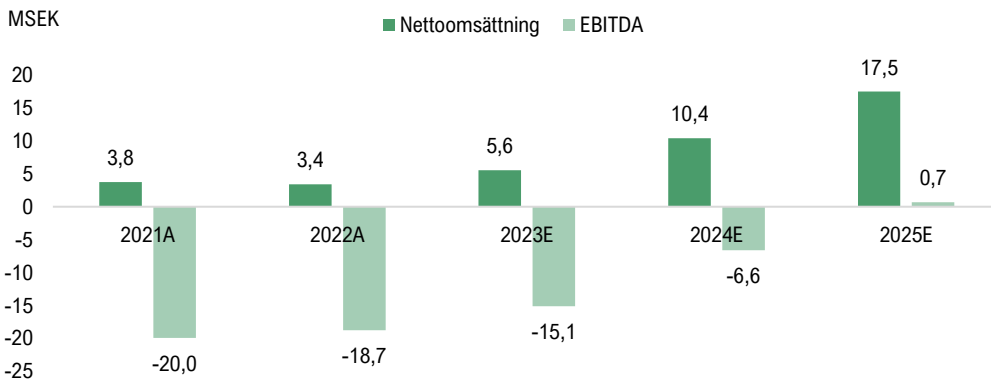
Övriga externa kostnader, personalkostnader och avskrivningar för Learning to Sleep perioden 2021-2025



Källa: Analyst Groups prognoser

Operativ hävtång förbättrar EBITDA-resultatet.

Nettoomsättning och EBITDA för Learning to Sleep perioden 2021-2025.



Källa: Analyst Groups prognoser

Nytt B2B-
erbjudande bådar
för starkare
lönsamhet

EBITDA om
0,7 MSEK
år 2025

Base scenario

För att värdera Bolaget antas en EV/S-multipel på 2024 års estimerade omsättning. En EV/S-multipel har applicerats för att härleda värderingen av Learning to Sleep eftersom Bolaget i dagsläget har ett negativt resultat, vilket estimeras fortsätta vara negativt under stora delar av prognosperioden, samt för att ta Bolagets kapitalstruktur i beaktning. Under år 2024 estimeras en större del av Bolagets intjäningspotential ha realiserats och en ännu större andel av intjäningspotentialen estimeras ha realiserats under år 2025. Vi anser däremot att en värdering gjord på 2024 års estimat blir mindre spekulativ än på 2025 års estimat, vilket är anledningen att år 2024 används.

För närvarande värderas Bolaget till en EV/S-multipel om 7,4x samt 3,9x på år 2023 respektive 2024 års prognoser. Vid applicering av 2025 års försäljning uppgår EV/S-multipeln till 2,3x, vilket vi anser är en för konservativ värdering. Vid härledning av en målmultipel har vi i relation till tidigare prognos använt en avsevärt högre målmultipel för Bolaget. Målmultipeln som applicerats är en EV/S-multipel om 5x, vilket kan sättas i relation till tidigare målmultipel om 2x. Anledningen till den höjda målmultipeln är att Learning to Sleep sedan förvärvet av Bonzun Evolve är ett nytt typ av bolag som anses besitta högre intjäningspotential. Både Learning to Sleep och Bonzun Evolve är verksamma inom olika vertikaler av telemedicin, sömnbehandling respektive stresshantering. Därutöver är både bolagen i tidiga stadier där varken Learning to Sleep eller Bonzun Evolve hittills har erhållit tillräckligt höga marknadsandelar för att nå en konkurrenskraftig omsättning. Till följd av att båda bolagen estimeras ha operativa hävstångar i verksamheten, och att de befinner sig i tidiga kapitalintensiva skeden, har båda bolagen även höga kostnadsbaser som resulterat i svag historisk lönsamhet. Sett till dessa likheter bör bolagen snarare värderas i linje med varandra vilket gör att den högre målmultipeln kan anses vara omotiverad.

Anledningarna till att den högre målmultipeln har applicerats beror dock på nyckelskillnader i verksamheterna vilket på sikt väntas resultera i avsevärda skillnader i intäktpotential mellan bolagen. Dels har Bonzun Evolve ett mer etablerat erbjudanden mot B2B som står redo för att skalas upp. Ramavtalet med Trygghetsrådet ses som nyckeln till att den underliggande potentialen i Bolagets mjukvara framgent ska realiseras. Ramavtalet innebär att Trygghetsrådet kan avropa behandling med Bonzun Evolves evidensbaserad mjukvara till sina rådgivare och dess klienter. Under pandemiåret 2020 sökte totalt ca 23 000 tjänstemän tjänstestöd hos Trygghetsrådet. En stor andel tjänstemän förväntas även söka stöd hos Trygghetsrådet under år 2024 till följd av en förväntad lågkonjunktur. Med en starkare försäljningsstrategi bör alltså Bonzun Evolve ha möjlighet att i större utsträckning kapitalisera på avtalet med Trygghetsrådet.

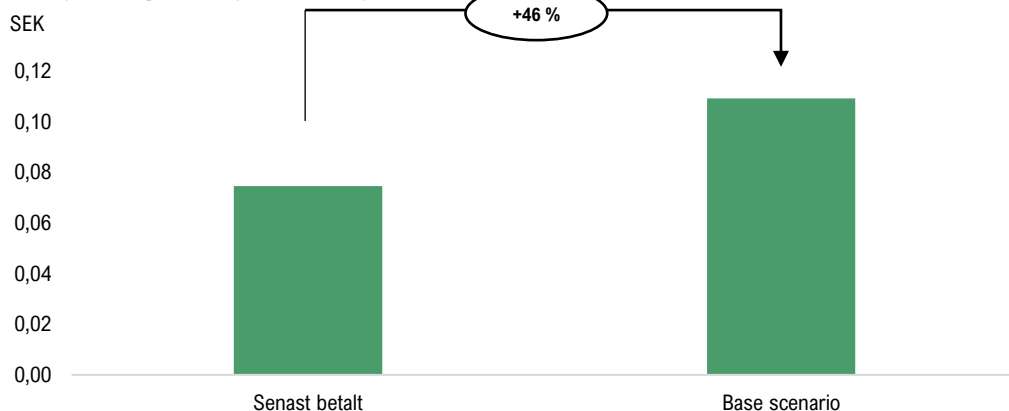
En ytterligare anledning till en högre målmultipel för Learning to Sleep är hänförligt till att Bonzun Evolves behandling anses vara mer av en fristående SaaS-tjänst som inte är beroende av personal. En högre marginal är därför i nuläget hänförlig till Bonzun Evolves mjukvara i relation till Learning to Sleeps eftersom Learning to Sleeps är beroende av psykologer som leder patienten genom behandlingen. Till följd av att personal inte behövs i samma utsträckning i Bonzun Evolves behandling anses den även besitta en högre skalbarhet, vilket förväntas medföra en accelererande omsättningsstillväxt för Bonzun Evolve. Givet den motiverade EV/S-målmultipeln om 5x härleds ett potentiellt pris per aktie om 0,11 SEK i ett Base scenario.

Ökad skalbarhet motiverar högre värdering

0,11 SEK per aktie i ett Base scenario

I ett Base scenario motiveras en aktiekurs om 0,11 SEK per aktie.

Värde per aktie givet tillämpad EV/S-multipel



Källa: Analyst Groups prognoser

Bull scenario

I ett Bull scenario väntas korsförsäljningen i ett tidigare skede accelereras mellan Learning to Sleep och Bonzun Evolve, till följd av en effektivare paketering av Learning to Sleeps B2B-erbjudande. Avtalet med Sirius A-lag har en starkare validerande effekt än förväntat och ett flertal såväl sportsliga organisationer som företag och offentliga myndigheter anammar mjukvaran för sömnbehandling. Därutöver estimeras betalningsviljan hos slutkonsumenten B2C vara högre än estimerat vilket innebär ett värde per patient om 4 100 SEK. Som en effekt av den högre prissättningen estimeras också starkare marginaler där Bolaget uppvisar ett positivt EBITDA-resultat om 7,3 MSEK år 2025. Bonzuns försäljning av licenser skalar även upp snabbare än förväntat, vilket tillsammans med Learning to Sleeps högre omsättning genererar en CAGR om ca 72 % under perioden 2022-2025, vilket härleder en omsättning om 27,9 MSEK år 2025. I ett Bull scenario antas även Learning to Sleep framgångsrikt exekvera på Bolagets förvävsstrategi och finna attraktiva bolag som integreras för att bygga en mer konkurrenskraftig hälsokoncern, potentiella förvärv har däremot inte tagits höjd för i estimaten. I ett Bull scenario appliceras en EV/S-målmultipl om 6x vilket baserat på 2024 års estimerade försäljning härleder ett potentiellt pris per aktie om 0,19 SEK.

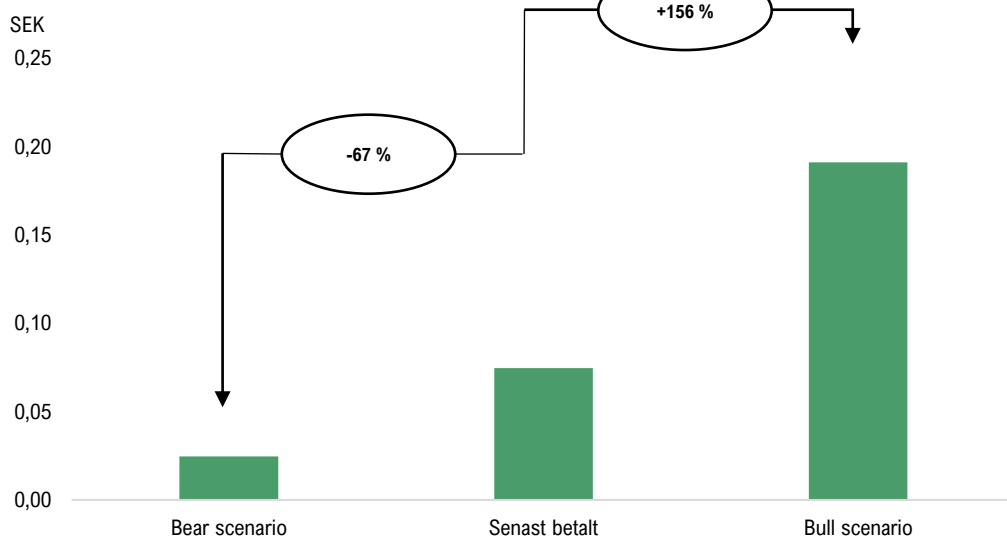
0,19 SEK per aktie
i ett Bull scenario

Bear scenario

I ett Bear scenario lyckas inte Learning to Sleep framgångsrikt ta Bolagets B2B-erbjudande till marknaden i någon högre utsträckning. Den uppdaterade betalningsmodellen inom B2C når inte heller framgång till följd av att konsumenterna inte är villiga att stå för en större del av betalningen själva. Rörande Bonzun Evolve misslyckas Bolaget i ett Bear scenario att kapitalisera på ramavtalet med Trygghetsrådet, vilken även genererar en svag försäljning av licenser. Till följd av att konkurrenskraftig försäljning inte byggs upp kan inte Bolaget kapitalisera på den operativa hävstången vilken annars skulle realiserats i högre utsträckning, sammantaget estimeras ett EBITDA om -7,6 MSEK år 2025. Den svagare försäljningen genererar samtidigt endast en CAGR om ca 32 % avseende nettoomsättningen mellan åren 2022 och 2025. Som en effekt av en försäljning som inte stiger i tillräckligt hög takt och en lönsamhet som inte når upp till konkurrenskraftig nivå, motiveras en EV/S-målmultipl om 2x. Således härleds ett potentiellt pris per aktie i ett Bear scenario om 0,02 SEK.

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario

Aktiekurs i Bull- och Bear scenario.



0,02 SEK per aktie
i ett Bear scenario

Källa: Analyst Groups prognoser



Micael Gustafsson, tillförordnad VD och medgrundare

Micael Gustafsson har såväl mångårig som mångfacetterad erfarenhet genom arbete som ledande befattningshavare inom reklam- och marknadsföringsbranschen, fordonsindustrin samt IT- och telekombranschen. Han har i över 20 år arbetat inom företagsledningar i såväl större börsbolag som mindre onoterade bolag. Michael innehar totalt 874 429 aktier samt 40 000 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.



Michael Hermansson, Styrelseordförande

Michael är utbildad civilekonom från Göteborgs universitet och har mer än 15 års erfarenhet som Private Equity-investerare. Dessutom har han tidigare varit VD för AdderaCare (publ), noterat AdderaCare AB. Michael är även styrelseledamot för Framtix Holdings AB och VD för byNordic och Palito AB. I Learning to Sleep har Michael varit styrelseordförande sedan 2019. Michael innehar 145 600 aktier, 9 000 teckningsoptioner 2022 TO1, 9 000 teckningsoptioner 2022 TO2 och 9 000 teckningsoptioner 2022 TO3 via det kontrollerade bolaget Palito AB och 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.



Peter Boye, Styrelseledamot och medgrundare

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 560 200 aktier, 10 000 teckningsoptioner 2022 TO1, 10 000 teckningsoptioner 2022 TO2, 10 000 teckningsoptioner 2022 TO3 via det kontrollerade bolaget Psykologilabbet AB samt 40 000 teckningsoptioner 2021/2024A och 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.



Ebba Fåhraeus, Styrelseledamot

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 32 000 aktier, 16 000 teckningsoptioner 2022 TO1, 16 000 teckningsoptioner 2022 TO2, 16 000 teckningsoptioner 2022 TO3 samt 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 av SCP-gruppen som startades 2007. Thomas övriga uppdrag inkluderar VD och styrelseledamot-posten för AB Dendera Venture och Dufek 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 829 360 aktier, 64 000 teckningsoptioner 2022 TO1, 64 000 teckningsoptioner 2022 TO2 och 64 000 teckningsoptioner 2022 TO3 indirekt genom det kontrollerade bolaget AB Dendera Venture och 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.

Appendix

Base scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3,7	3,4	5,6	10,4	17,5
Aktiverat arbete för egen räkning	3,6	1,3	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala Intäkter	7,4	4,7	5,6	10,4	17,5
Övriga externa kostnader	-12,2	-9,5	-13,1	-10,6	-9,8
Personalkostnader	-7,8	-9,2	-7,6	-6,5	-7,0
EBITDA	-12,5	-14,0	-15,1	-6,6	0,7
EBITDA-marginal	-335%	-409%	-271%	-63%	4%
Avskrivningar	-2,9	-4,3	-4,6	-6,3	-6,3
EBIT	-15,5	-18,3	-19,7	-12,9	-5,6
EBIT-marginal					
Finansnetto	-0,3	-0,2	-2,7	-3,8	-3,1
EBT	-15,8	-18,6	-22,3	-16,7	-8,6
Skatt	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-15,8	-19,7	-22,3	-16,7	-8,6
Nettomarginal	-421%	-576%	-401%	-160%	-49%
Nyckeltal	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
P/S	2,2x	2,4x	5,8x	3,1x	1,8x
EV/S	2,5x	2,9x	6,7x	3,6x	2,1x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	53,2x
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Bull scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3,7	3,4	6,8	14,5	27,9
Aktiverat arbete för egen räkning	3,6	1,3	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala Intäkter	7,4	4,7	6,8	14,5	27,9
Övriga externa kostnader	-12,2	-9,5	-13,1	-13,2	-13,3
Personalkostnader	-7,8	-9,2	-7,4	-6,4	-7,3
EBITDA	-12,5	-14,0	-13,6	-5,1	7,3
EBITDA-marginal	-335%	-409%	-199%	-35%	26%
Avskrivningar	-2,9	-4,3	-4,6	-6,3	-6,3
EBIT	-15,5	-18,3	-18,2	-11,4	1,0
EBIT-marginal					
Finansnetto	-0,3	-0,2	-2,7	-3,8	-3,1
EBT	-15,8	-18,6	-20,8	-15,2	-2,0
Skatt	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-15,8	-19,7	-20,8	-15,2	-2,0
Nettomarginal	-421%	-576%	-305%	-104%	-7%
Nyckeltal	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
P/S	2,2x	2,4x	4,7x	2,2x	1,1x
EV/S	2,5x	2,9x	5,5x	2,6x	1,3x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	5,1x
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	36,5x
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Appendix

Bear scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3,7	3,4	4,1	5,7	7,9
Aktiverat arbete för egen räkning	3,6	1,3	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala Intäkter	7,4	4,7	4,1	5,7	7,9
Övriga externa kostnader	-12,2	-9,5	-13,1	-10,9	-10,3
Personalkostnader	-7,8	-9,2	-7,8	-6,2	-5,3
EBITDA	-12,5	-14,0	-16,8	-11,4	-7,6
EBITDA-marginal	-335%	-409%	-414%	-200%	-96%
Avskrivningar	-2,9	-4,3	-4,6	-6,3	-6,3
EBIT	-15,5	-18,3	-21,3	-17,7	-13,9
EBIT-marginal					
Finansnetto	-0,3	-0,2	-2,7	-3,8	-3,1
EBT	-15,8	-18,6	-24,0	-21,5	-17,0
Skatt	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-15,8	-19,7	-24,0	-21,5	-17,0
Nettomarginal	-421%	-576%	-592%	-378%	-214%
Nyckeltal	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
P/S	2,2x	2,4x	7,9x	5,6x	4,0x
EV/S	2,5x	2,9x	9,2x	6,6x	4,7x
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 informations syfte, 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 fransäger 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 to Sleep** (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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.