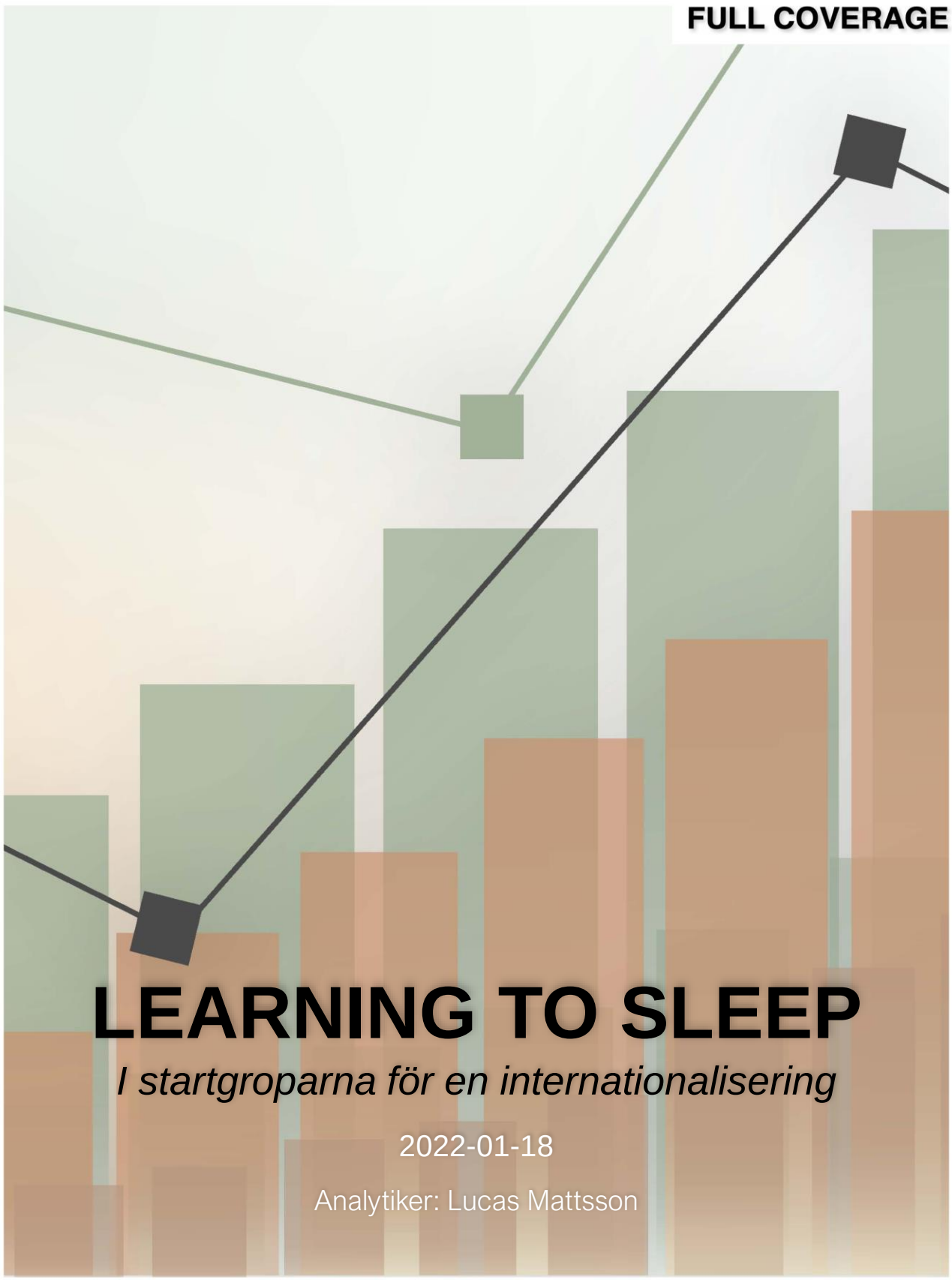


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



LEARNING TO SLEEP

I startgroparna för en internationalisering

2022-01-18

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



Genom att skala upp försäljningen på den svenska marknaden, samt expandera verksamheten internationellt, förväntas Learning 2 Sleep L2S AB ("Learning to Sleep" eller "Bolaget") växa och nå en position som ett naturligt val för digital sömnbehandling. Learning to Sleep står nu i startgroparna för en intensiv tillväxtperiod och med en påfylld kassa via pågående noteringsemission är det Bolagets avsikt att utveckla affärsmodellen till en prenumerationsbaserad intäktsmodell, vilket förväntas bidra till en högre skalbarhet, ökade marginaler och förutsägbara kassaflöden. Genom en stark prognostiserad tillväxt, estimeras en nettoomsättning om 17,4 MSEK år 2023, och med en tillämpad P/S-multipel om 5,9x, härleds ett nuvärde per aktie om 7,9 kr i ett Base scenario¹.

▪ **First Mover Advantage i en växande marknad**

45 % av världens befolkning lider 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 men Bolaget har för avsikt att expandera till storstäder globalt, vilka i hög grad nyttjar privat vård. Värdet av den totala adresserbara marknaden uppskattas till drygt 27,8 mdSEK. Värt att notera är därmed att en i sammanhanget låg marknadsandel av Learning to Sleeps adresserbara målmarknader är tillräcklig för att uppnå en substantiell tillväxt.

▪ **Pågående noteringsemission stärker rörelsekapitalet och öppnar upp för internationell expansion**

I samband med Learning to Sleeps börsnotering genomför Bolaget en Unitemission, vilken förväntas inbringa 11,1 MSEK före emissionskostnader, där emissionslikviden huvudsakligen avses användas till en internationalisering och utveckling av affärsmodellen till en prenumerationsbaserad *Software-as-a-Service* (SaaS)-modell. Vid full teckning av tillkommande teckningsoptioner av serie TO1, TO2 och TO3 kan det ge ett kapitaltillskott om ytterligare högst 16,7 MSEK, vilket skulle möjliggöra att Learning to Sleep dels kan stärka rörelsekapitalet ytterligare, dels fortsätta exekvera på Bolagets uttalade tillväxtstrategi.

▪ **Strategiska investerare i ryggen**

Under H2-21 genomförde Learning to Sleep en Pre-IPO där bl.a. den portugisiska fonden Pathena Investments och den chilenska fonden Zentynel – Frontier Investments investerade, vilket gör att fonderna tillsammans äger drygt 8,4 % av aktierna och rösterna i Bolaget. Fonderna har erfarenhet från engagemang i bolag inom digital hälsa och *life science* samt kompetens inom IP-skydd, regulatoriska frågor och internationell lansering. Expansionspotentialen i Bolagets verksamhet var ett stort motiv till investeringarna - ett område där parterna även via samarbetsavtal avser att ta en aktiv roll och bistå med strategisk vägledning.

AKTIEKURS | 5,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR 4,5 kr	BASE 7,9 kr	BULL 9,5 kr

LEARNING 2 SLEEP L2S AB	
Teckningskurs per aktie	5,9
Antal Aktier (st.)	10 356 720 ¹
Market Cap (MSEK)	61,1 ¹
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-8,1 ¹
Enterprise Value (MSEK)	53,0 ¹
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING	
1 månad	n.a.
3 månader	n.a.
1 år	n.a.
YTD	n.a.

HUVUDÄGARE (KÄLLA: LEARNING TO SLEEP, PROSPEKT)	
Polynom Investment AB (publ)	10,6 %
Wikow Venture AB	9,8 %
AB Dendera Venture ²	9,1 %
Micael Gustafsson	8,5 %
Almi Invest Syd AB	7,5 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Micael Gustafsson
Styrelseordförande	Michael Hermansson

FINANSIELL KALENDER				
Kvartalsrapport 1 2022				t.b.a
PROGNOS (BASE), TSEK				
Nettoomsättning	3 787	8 710	17 354	24 029
Omsättningstillväxt	237%	130%	99%	38%
Rörelsekostnader	-20 179	-23 019	-20 581	-21 180
EBITDA	-12 751	-11 032	-605	4 684
EBITDA-marginal (adj.) ³	-433%	-164%	-19%	12%
P/S	16,1	7,0	3,5	2,5
EV/S	14,0	6,1	3,1	2,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	11,3

¹ Beräkningarna utgår från full teckning i Emissionen.
² AB Dendera Venture kontrolleras av Thomas Wiklund (Styrelseledamot)
³ Exkl. aktiverat arbete

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. Vårt 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.

**94 %
AV
PATIENTERNA
FÖRBÄTTRADE
SIN SÖMN**

Flera värde drivare på kort- och medellång sikt

I samband med offentliggörandet av prospektet meddelade Learning to Sleep att Bolaget ingått ett samarbetsavtal med Sleep Cycle AB. Samarbetet är ett tidsbegränsat pilotprojekt som löper fram till 31 maj 2022 för att utvärdera huruvida Learning to Sleep kan komplettera Sleep Cycles erbjudande på den svenska marknaden. Under testperioden kommer kunder till Sleep Cycle som lider av kroniska sömnproblem att länkas till Learning to Sleep för en eventuell bedömning och erbjudande om behandling. Sleep Cycle har över två miljoner aktiva användare i fler än 150 länder, vilket potentiellt öppnar upp en omfattande distributionskanal med låg kundanskaffningskostnad för Learning to Sleep. Dessutom skulle Learning to Sleep potentiellt kunna kapitalisera på Sleep Cycles partnerskap för ökad användartillväxt. I ett scenario där testperioden faller ut väl kan avtalet komma att förlängas och även omfatta ytterligare marknader. Parallellt med att utöka samarbeten och skala upp försäljningen på den svenska marknaden planerar Learning to Sleep att expandera till nya marknader.

**SAMARBETE
ÖPPNAR UPP
FÖR ÖKAD
PATIENT-
TILLVÄXT**

Analyst Group anser att Bolaget nu står i startgroparna för en spännande tillväxtperiod, då Learning to Sleeps plattform har en hög internationell gångbarhet tack vare mobilapplikationens bärande roll i behandlingen och att affärsmodellen är anpassningsbar till olika sjukvårdssystem, vilket underlättar den planerade expansionen. Med en påfylld kassa via pågående noteringsemission är det Bolagets avsikt att utveckla affärsmodellen till en prenumerationsbaserad intäktsmodell, vilket förväntas ge en ny intäktsström, hög skalbarhet, ökade marginaler och mer förutsägbara kassaflöden. Givet att Learning to Sleep utvecklas enligt Bolagets ambitioner och med bra momentum är chansen god att tekningsoptionerna av serien TO1, TO2 och TO3 utnyttjas fullt ut, vilket kan ge ett kapitaltillskott om högst 16,7 MSEK. I ett sådant läge, med en påfylld kassa, anser Analyst Group att det finns goda möjligheter för Learning to Sleep att prioritera mer resurser till den föreliggande internationella expansionen och utveckling av en SaaS-lösning, i enlighet med Bolagets uttalade strategi.

NOTERINGSEMISSION

I januari kommunicerade Learning to Sleep att Bolaget avser genomföra en börsnotering på Nasdaq First North Growth Market där erbjudandet omfattar högst 941 520 Units, motsvarande en bruttoemissionslikvid om högst 11,1 MSEK. En (1) Unit innehåller två (2) aktier, en (1) vederlagsfri teckningsoption av serie TO 1, en (1) vederlagsfri teckningsoption av serie TO 2 och en (1) vederlagsfri teckningsoption av serie TO 3. Teckningskursen är 11,80 SEK per Unit, vilket motsvarar 5,90 SEK per aktie. Teckningsoptionerna av serie TO1, TO2 och TO3 utges vederlagsfritt. Courtage utgår ej.

Antalet aktier kommer, förutsatt att erbjudandet fulltecknas, att öka med 1 883 040, från 8 473 680 till 10 356 720, vilket motsvarar en utspädning om cirka 18,2 procent av kapital och röster i Bolaget efter registrering av de nya aktierna vid Bolagsverket. Utnyttjas därtill samtliga teckningsoptioner av serie TO1, TO2 och TO3 för teckning av nya aktier kan ytterligare 2 824 560 aktier komma att emitteras. Vid fulltecknat erbjudande och fullt utnyttjande av de i Uniten vidhängande teckningsoptionerna blir utspädningen cirka 35,7 procent.

Teckningstiden för Units är från och med den 11 januari 2022 till och med den 25 januari 2022. Nettolikviden avses i huvudsak att användas till internationell expansion (ca 50 %), utveckling av plattformen (ca 20 %), klassificering enligt Medical Device Regulation (MDR) och patentskydd (ca 20 %) samt affärsutveckling (ca 10 %).

Learning to Sleep – nuvarande erbjudande i korthet

11,1 MSEK

EMISSIONSLIKVID
FÖRE
KOSTNADER
(exkl. TO1, TO2 & TO3)

11,80 KR

PRIS PER UNIT

11 JAN - 25 JAN

TECKNINGSPERIOD

Om TO1

TO 1 ger rätt att teckna en (1) ny aktie under perioden 1 juni 2022 till 15 juni 2022 till en teckningskurs motsvarande 70 procent av den volymviktade genomsnittskursen i Bolagets aktie på Nasdaq First North Growth Market under en period om tio (10) handelsdagar innan första dagen för teckning. Dock kan teckningskursen högst uppgå till 5,90 SEK och lägst kvotvärdet för Bolagets aktie.

Om TO2

TO 2 ger rätt att teckna en (1) ny aktie under perioden 1 september 2022 till 15 september 2022 till en teckningskurs motsvarande 70 procent av den volymviktade genomsnittskursen i Bolagets aktie på Nasdaq First North Growth Market under en period om tio (10) handelsdagar innan första dagen för teckning. Dock kan teckningskursen högst uppgå till 5,90 SEK och lägst kvotvärdet för Bolagets aktie.

Om TO3

TO 3 ger rätt att teckna en (1) ny aktie under perioden 1 december 2022 till 15 december 2022 till en teckningskurs motsvarande 70 procent av den volymviktade genomsnittskursen i Bolagets aktie på Nasdaq First North Growth Market under en period om tio (10) handelsdagar innan första dagen för teckning. Dock kan teckningskursen högst uppgå till 5,90 SEK och lägst kvotvärdet för Bolagets aktie.

BOLAGSBESKRIVNING

94 %
SÖMN-
FÖRBÄTTRING

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.

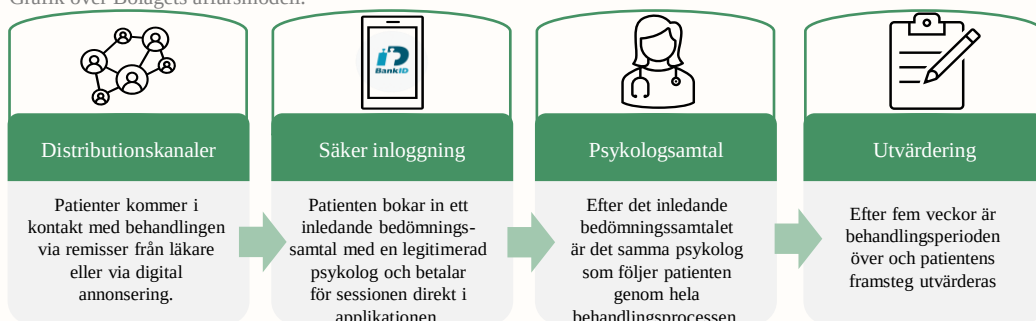
Affärsmodell

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 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 användarfriktion.

Grafik över Bolagets affärsmodell.



Källa: Learning to Sleep & Analyst Groups egna illustration.

Internationell expansion i sikte

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 i närtid 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. Tack vare att den tekniska produkten redan är utvecklad och att mobilapplikationen är bärande i behandlingen samt att affärsmodellen är anpassningsbar till olika sjukvårdssystem finns det stora möjligheter för Bolaget att skala upp verksamheten och expandera till nya geografiska marknader.

AFFÄRS-
MODELL
MED ÅTER-
KOMMANDE
INTÄKTER

MARKNADSANALYS

46 %
AV SVENSKA
BEFOLKNINGEN
LIDER AV
SÖMNBRIST

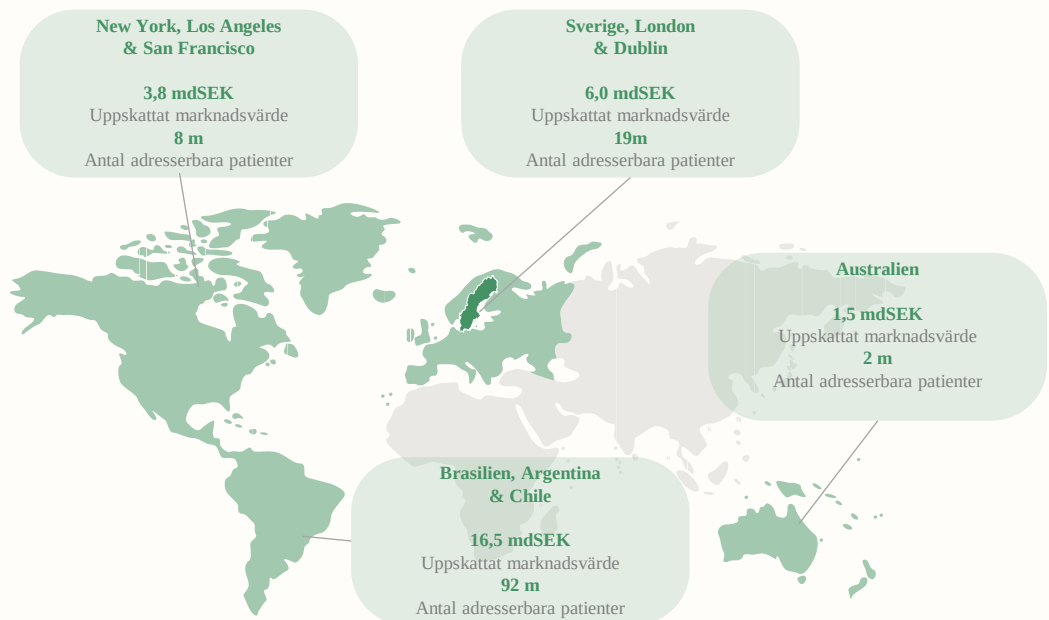
DEN
ADRESSERBARA
MARKNADEN
VÄRDERAS TILL
~27,8 mdSEK

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

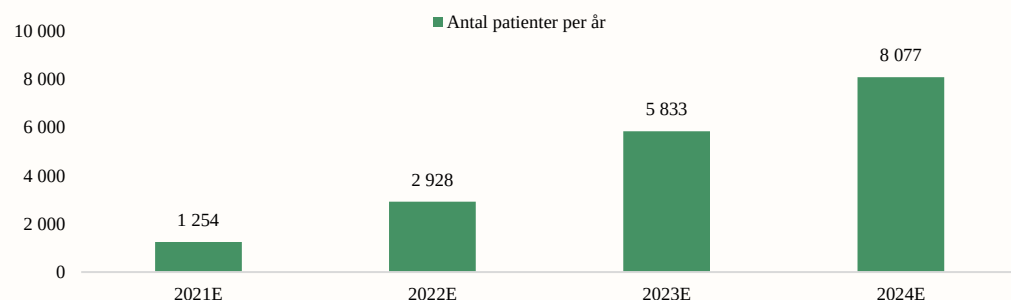
Omsättningsprognos åren 2022-2024

Idag verkar Learning to Sleep som en digital sömnklinik där intäkterna huvudsakligen kommer från genomförda psykologsamtal på den svenska marknaden. Med tillkommande emissionslikvid avser Bolaget att utforska möjligheterna att utveckla affärsmodellen mot en prenumerationsbaserad intäktsmodell, vilket skulle öka livstidsvärdet per patient. Mot bakgrund av att Learning to Sleep ännu inte har någon internationellt beprövad affärsmodell, 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 bedömningssamtal 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 substantiell patienttillväxt under år 2022, för att tills år 2024 uppgå till ca 8 100 patienter.

Learning to Sleep förväntas uppnå en kraftig patienttillväxt.

Prognostiserat antal patienter per år

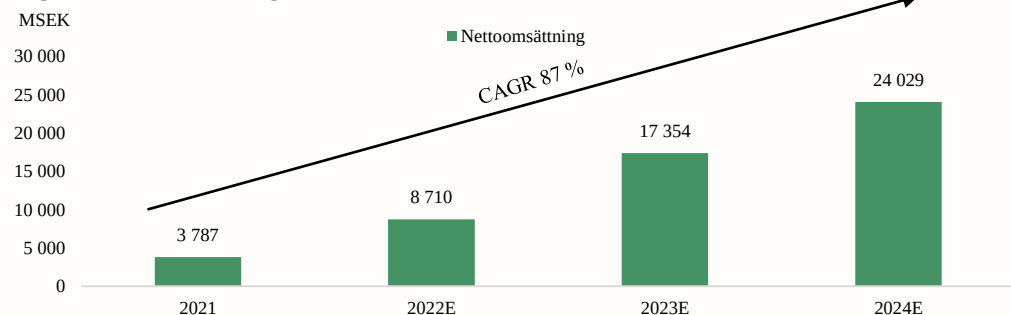


Källa: Analyst Groups prognoser

Analyst Group estimerar att år 2022 kommer bli ett år där Learning to Sleep, parallellt med den internationella expansionen, 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 8,7 MSEK. Utifrån estimerad patienttillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningen öka från 3,8 MSEK under 2021 till 24,0 MSEK år 2024, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 87 % i ett Base scenario.

Learning to Sleep förväntas kraftigt konsolidera den svenska marknaden.

Prognostiserad nettoomsättning och CAGR



Källa: Analyst Groups prognoser

5 %
CHURN

87 %
CAGR
NETTO-
OMSÄTTNING

FINANSIELL PROGNOSE

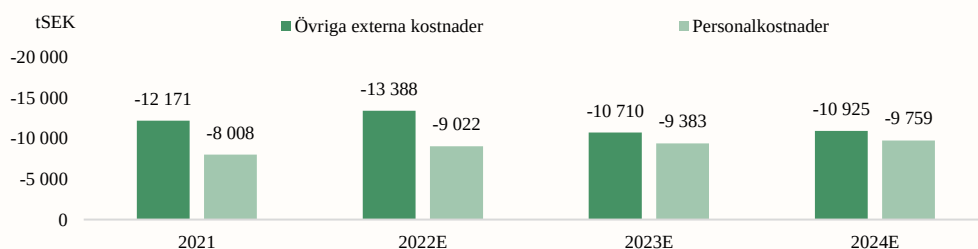
Rörelsekostnader åren 2022-2024

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 fortsätta att öka under prognosperioden, dock i en lägre takt än omsättningen till följd av delvis en kraftig försäljningstillväxt, men också en mer automatiserad kundanskaffningsprocess, i takt med att Bolagets kundbas växer och varumärkeskänndomen ökar. Under år 2022 estimeras kostnads-posten att fortsätta öka, främst till följd av emissionskostnader härlett till börsnoteringen, men också som ett resultat av ökad marknadsföring. Learning to Sleeps personalkostnader antas öka i en något mer försiktigare takt. 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 substantiella tillväxten. Däremot estimeras Bolaget att behöva anställa marknadsrelaterad personal, varför kostnads-posten förväntas öka något under prognosperioden.

Ökade rörelsekostnader är kritisk för att möta den höga tillväxten.

Estimerade rörelsekostnader, övriga externa kostnader och personalkostnader

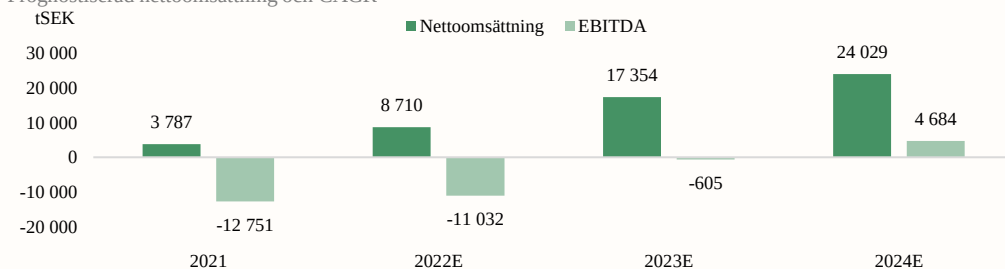


Källa: Analyst Groups prognoser

Till följd av att Bolaget nu står i startgroparna för en spännande tillväxtresa både på den svenska marknaden och internationellt, estimerar Analyst Group att Bolaget kommer bli kassaflödespositiva på den svenska marknaden under år 2024. Däremot, 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. Således estimeras omsättningen stiga snabbare än kostnaderna vilket förväntas leda till att EBITDA-resultatet ökar från ca -12,8 MSEK under år 2021 till 4,7 MSEK under år 2024, motsvarande en CAGR om 46 %.

Learning to Sleep förväntas kraftigt konsolidera den svenska marknaden.

Prognostiserad nettoomsättning och CAGR



Källa: Analyst Groups prognoser

46 %
ÅRLIG
GENOMSNTTLIG
EBITDA-
TILLVÄXT

VÄRDERING

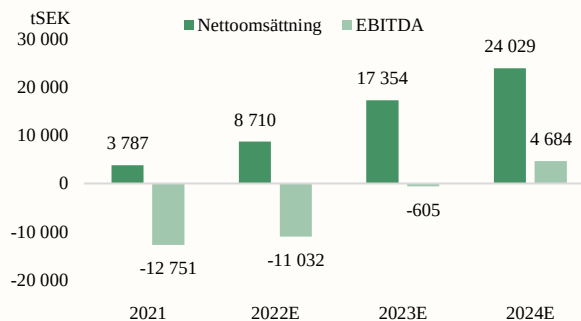
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Learning to Sleep.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, tSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	8 710	17 354	24 029
Aktiverat arbete för egen räkning	3 641	3 277	2 622	1 835
Totala intäkter	7 428	11 987	19 975	25 864
Övriga externa kostnader	-12 171	-13 997	-11 197	-11 421
Personalkostnader	-8 008	-9 022	-9 383	-9 759
EBITDA	-12 751	-11 032	-605	4 684
EBITDA-marginal (adj.) ³	-433%	-164%	-19%	12%
P/S	16,1	7,0	3,5	2,5
EV/S	14,0	6,1	3,1	2,2

Analyst Groups prognoser

³ Exkl. aktiverat arbete

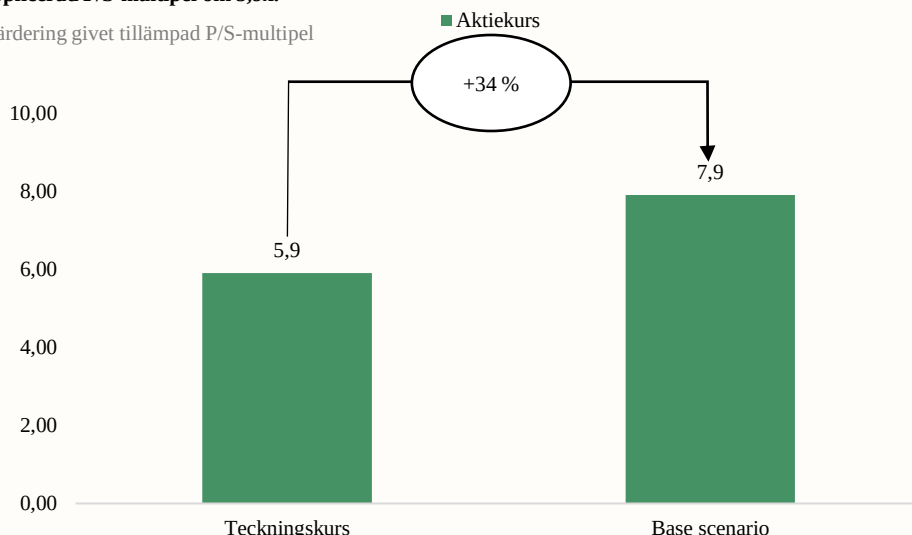


Analyst Group prognostiserar en stark tillväxt för Learning to Sleep framgent, varför värderingen utgår från försäljningen där en P/S-multipel appliceras. Generellt kan det sägas att P/S-multiplar för digitala bolag i tidig fas är höga, till följd av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplar att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. Vid teckningskursen värderas Learning to Sleep till en P/S-multipel om 16,1x på 2021 års försäljning, vilket antas reflektera en förväntan om god framtida tillväxt. Detta är således i linje med Analyst Groups förväntningar, och givet att Bolaget utvecklas i linje med prognoserna skulle Learning to Sleep, allt annat lika, värderas till P/S 3,5 på 2023 års försäljning. Givet att Bolaget framgångsrikt internationaliseras och fortsätter växa starkt även efter år 2023, samt att de underliggande marknaderna fortsätter utvecklas positivt kan en P/S-multipel om 3,5x antas vara något konservativt. Däremot, att värdera Learning to Sleep till ca P/S 16x på 2023 års prognos, likt värderingen idag, kan anses vara högt då Bolaget antas nått en högre mognadsgrad, samt då likartade triggers som finns idag inte antas vara aktuella år 2023. Förhoppningen vid den tidpunkten är snarare att Bolaget ska växa under lönsamhet. Givet detta resonemang, och därtill med hänsyn till hur liknande bolag med affärsmodeller som påminner om Learning to Sleeps, anser Analyst Group att en målmultipel om P/S 5,9x för 2023 års prognostiserade omsättning är rimlig. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 12 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 om ca 102,4 MSEK resulterar i ett nuvärde per aktie om 7,9 kr idag i ett Base scenario. För att ge värderingen perspektiv har vi studerat finansieringsrundor under 2021 för liknande E-hälsobolag med likartade affärsmodeller. Finansiell data för onoterade bolag är begränsad, men enligt Analyst Groups estimat värderas digitala hälsobolag, såsom Kry (17 mdSEK), Doktor.se (5,7 mdSEK), Mindler (2,8 mdSEK) och Joint Academy (0,8 mdSEK) till P/S 15-20x, vilket motiverar Learning to Sleeps värdering, vilka förväntas ha en hög tillväxttakt men med hänsyn till en storleksrabatt.

**7,9 KR PER
AKTIE
I ETT BASE
SCENARIO**

I ett Base scenario motiveras en aktiekurs om 7,9 kr, givet 2023 års estimerade nettoomsättning och en applicerad P/S-multipel om 5,9x.

Värdering givet tillämpad P/S-multipel



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BULL & BEAR

Bull scenario

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. Ett tänkbart scenario är att patienterna kan betala ca 39-59 kr/månad för att fortsätta använda applikationen efter avslutad behandling, vilket skulle innebära en helt ny intäktsström för Learning to Sleep. I slutet på år 2022 räknar Analyst Group med, i ett Bull scenario, att Bolaget 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.

Detta förväntas mynna ut i en starkare tillväxt än vad som estimeras i ett Base scenario och givet den höga skalbarheten som en prenumerationsbaserad affärsmodell medför, kan en högre lönsamhet och ett starkare kassaflöde genereras organiskt. Dock förväntas en internationell expansion medföra höga rörelsekostnader, varför Analyst Group räknar med ett positivt kassaflöde först under år 2024. I ett Bull scenario estimeras Learning to Sleep uppvisa en nettoomsättning om ca 19,1 MSEK under år 2023, vilket med en applicerad P/S-multipel om 6,5x, motiverar ett nuvärde per aktie om 9,5 kr.

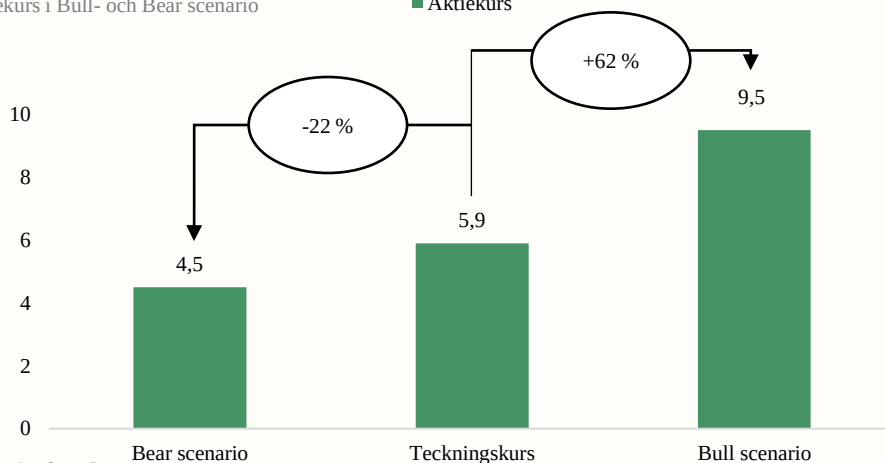
Bear scenario

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, samtidigt som marknadsföringskostnaderna ökar i takt med att Bolaget försöker attrahera nya patienter, vilket medför en minskad lönsamhet. Svårigheter med att attrahera nya patienter på den svenska marknaden kan medföra att expansionen drar ut 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 blir nödvändig. I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och en tillämpad målmultipel om P/S 5,0x samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 4,5 kr.

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs i Bull- och Bear scenario

■ Aktiekurs



Källa: Analyst Groups prognoser

9,5 KR PER
AKTIE
I ETT BULL
SCENARIO

4,5 KR PER
AKTIE
I ETT BEAR
SCENARIO

LEDNING & STYRELSE



Micael Gustafsson, Medgrundare och VD

Micael har 20 års erfarenhet från arbete inom företagsledningar i såväl större börsbolag som mindre onoterade bolag. Vidare så har han en bred erfarenhet som ledande befattningshavare inom reklam- och marknadsföringsbranschen, fordonsindustrin samt IT- och telekombranschen. I Learning to Sleep har han varit VD sedan 2015. Micael har en magisterexamen (pol.mag.) från Lunds universitet. *Micael innehar totalt 720 800 aktier i Bolaget samt 40 000 teckningsoptioner 2021/2024A.*



Peter Boye, Medgrundare, VP Business Development och 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 501 200 aktier via det kontrollerade bolaget Psykologilabbet AB samt 40 000 teckningsoptioner 2021/2024A och 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*



Lina Johansson, Operativ Chef (COO)

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 27 600 aktier i Bolaget via det kontrollerade bolaget Palito AB samt 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*



Ebba Fähræus, 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 769 320 aktier indirekt genom det kontrollerade bolaget AB Dendera Venture samt 30 000 teckningsoptioner 2021/2024B.*

APPENDIX

Base scenario (tSEK)	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	8 710	17 354	24 029
Aktiverat arbete för egen räkning	3 641	3 277	2 622	1 835
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0
Totala intäkter	7 428	11 987	19 975	25 864
Övriga externa kostnader	-12 171	-13 997	-11 197	-11 421
Personalkostnader	-8 008	-9 022	-9 383	-9 759
EBITDA	-12 751	-11 032	-605	4 684
EBITDA-marginal (adj.)	-433%	-164%	-19%	12%
Avskrivningar	-2 939	-2 961	-3 157	-3 444
EBIT	-15 690	-13 993	-3 762	1 240
EBIT-marginal (adj.)	-510%	-198%	-37%	-2%
Finansnetto	-1 247	-1 307	-1 041	-481
EBT	-16 937	-15 300	-4 804	759
Skatt	0	0	0	0
Nettoresultat	-16 937	-15 300	-4 804	759
Nettomarginal (adj.)	-543%	-213%	-43%	-4%

Nyckeltal	2021	2022E	2023E	2024E
P/S	16,1	7,0	3,5	2,5
EV/S	14,0	6,1	3,1	2,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	11,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	42,8
P/E	neg.	neg.	neg.	80,5

Bull scenario (tSEK)	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	8 899	19 086	31 265
Aktiverat arbete för egen räkning	3 641	3 277	2 622	1 835
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0
Totala intäkter	7 428	12 176	21 708	33 101
Övriga externa kostnader	-12 171	-15 214	-13 692	-14 377
Personalkostnader	-8 008	-9 810	-11 036	-11 588
EBITDA	-12 751	-12 847	-3 020	7 136
EBITDA-marginal (adj.)	-433%	-181%	-30%	17%
Avskrivningar	-2 939	-3 008	-3 308	-3 850
EBIT	-15 690	-15 855	-6 329	3 286
EBIT-marginal (adj.)	-510%	-215%	-47%	5%
Finansnetto	-1 247	-1 335	-1 145	-625
EBT	-16 937	-17 190	-7 474	2 661
Skatt	0	0	0	-559
Nettoresultat	-16 937	-17 190	-7 474	2 102
Nettomarginal (adj.)	-543%	-230%	-53%	1%

Nyckeltal	2021	2022E	2023E	2024E
P/S	16,1	6,9	3,2	2,0
EV/S	14,0	6,0	2,8	1,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	7,4
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	16,1
P/E	neg.	neg.	neg.	29,1

APPENDIX

Bear scenario (tSEK)	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3 787	6 892	12 016	14 732
Aktiverat arbete för egen räkning	3 641	3 277	2 622	1 835
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0
Totala intäkter	7 428	10 169	14 638	16 567
Övriga externa kostnader	-12 171	-12 780	-9 585	-10 064
Personalkostnader	-8 008	-8 248	-8 496	-8 751
EBITDA	-12 751	-10 859	-3 443	-2 247
EBITDA-marginal (adj.)	-433%	-205%	-50%	-28%
Avskrivningar	-2 939	-2 278	-1 993	-1 751
EBIT	-15 690	-13 136	-5 436	-3 998
EBIT-marginal (adj.)	-510%	-238%	-67%	-40%
Finansnetto	-1 247	-1 034	-721	-295
EBT	-16 937	-14 170	-6 157	-4 293
Skatt	0	0	0	0
Nettoresultat	-16 937	-14 170	-6 157	-4 293
Nettomarginal (adj.)	-543%	-253%	-73%	-42%
Nyckeltal	2021	2022E	2023E	2024E
P/S	16,1	8,9	5,1	4,1
EV/S	14,0	7,7	4,4	3,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	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.

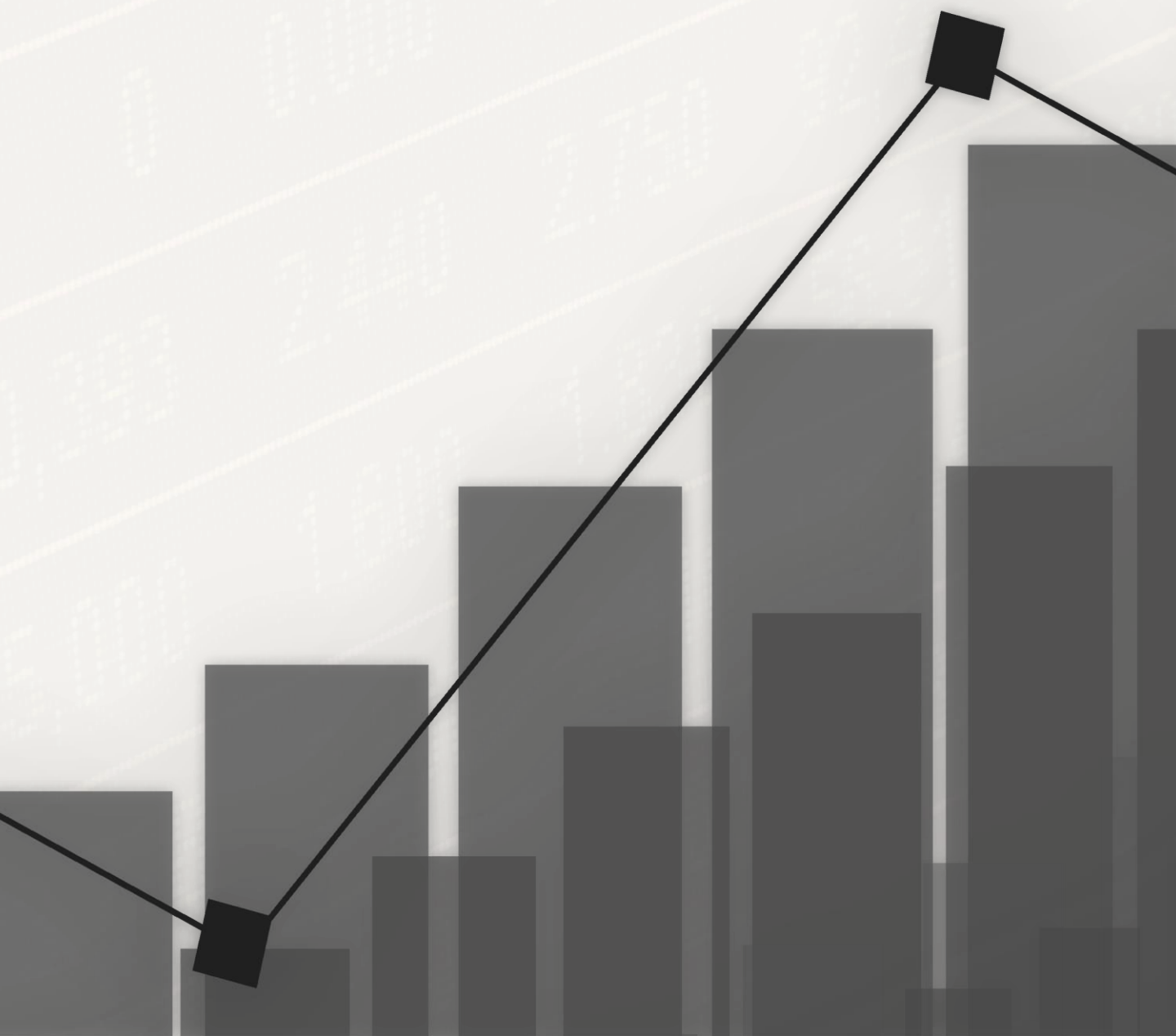
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

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