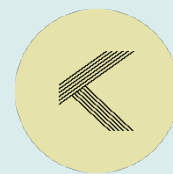


Sleep Cycle

Rapportkommentar Q3'24



2024-11-25

Sleep Cycle rapporterade tredje kvartalet för 2024 och nettoomsättningen uppgick till 65,9 MSEK (60,8), en ökning med 8,4 procent y-o-y. Valutajusterad nettoomsättningstillväxt uppgick till 9,9 procent. EBIT-marginalen sjönk från 33,4 procent till 31,3 procent, däremot ökade EBIT från 20,3 MSEK till 20,6 MSEK. Den minskade marginalen var primärt hänförlig till att man numera använder sig av outsourcad marknadsföring, som förra året var in-house.

Ett steg i rätt riktning

Under kvartalet ökade Sleep Cycle antalet prenumeranter från 898 000 till 915 000, vilket är en ökning om 17 000 betalande användare q-o-q. Detta är den högsta q-o-q tillväxten sedan Q1'22. ARPU sjönk däremot med 2 SEK q-o-q från 282 SEK i Q2'24 till 280 SEK i Q3'24, vilket var i linje med våra estimat. Under kvartalet offentliggjordes ett samarbete med MyFitnessPal, vilken potentiellt kan öka användarbasen avsevärt.

Lönsamhet och justerad guidance

Sleep Cycle levererade under kvartalet en stark EBIT-marginal om 31,3 procent vilket innebar ett EBIT resultat om 20,6 MSEK. Givet detta, har Sleep Cycle en EBIT-marginal om 26,6 procent på rullande tolv månader. Sleep Cycle kommunicerade i kvartalsrapporten att de förväntar sig en EBIT-marginal för 2024 på runt 28 procent, vilket låg i linje med vad vi förväntade oss.

Outlook

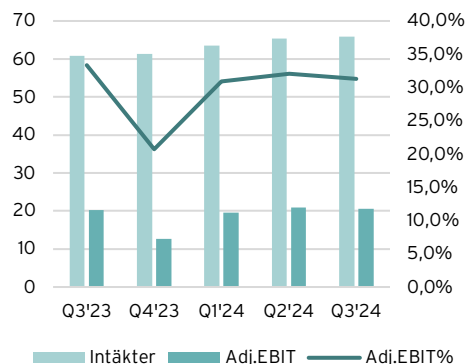
Vi är fortsatt positiva till Sleep Cycle på sikt och tycker att kvartalet visar att bolaget tagit ett steg i rätt riktning för att exekvera på deras upplagda strategi. Det finns mycket kvar att bevisa, men deras satsning att stärka konverteringsgraden genom att öka antalet betalande användare var under kvartalet lyckosam. Bolaget kommunicerade att man under kommande kvartal ska fokusera på prisoptimeringar på utvalda marknader, för att se om den strategin fungerar. Vi tycker att bolaget har ett intressant tillvägagångssätt genom att testa olika strategier för att sedan kunna optimera huvudstrategin genom det som fungerar bäst. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 113,2 procent på 2026E.

(MSEK)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	212,0	236,1	262,2	303,1	352,4
Tillväxt y-o-y	15,7%	11,4%	11,0%	15,6%	16,2%
EV/S	2,9	2,3	2,7	2,4	2,0
OPEX	-120,0	-126,8	-128,2	-149,3	-170,0
Tillväxt y-o-y	-7,2%	6,0%	1,2%	16,4%	11,8%
EBIT	42,8	56,6	75,5	86,2	106,7
EBIT-marginal	20,3%	23,6%	28,8%	28,4%	30,3%
Tillväxt y-o-y	309,3%	32,3%	33,3%	14,2%	23,9%
EV/EBIT	14,1	9,7	9,5	8,3	6,7
Vinst	33,9	46,1	60,9	67,9	84,1
Vinst-marginal	16,0%	19,5%	23,2%	22,4%	23,9%
Tillväxt y-o-y	311,9%	32,3%	32,0%	11,4%	23,9%
P/E	23,7	14,5	13,9	12,5	10,1

Fakta

VD	Erik Jivmark
Lista	Small Cap
Ticker	SLEEP
Aktiekurs (SEK)	41,8
Antal aktier (Miljoner)	20,3
Börsvärde (MSEK)	847,6
EV (MSEK)	717,6
Nettokassa (MSEK)	130,0
Insiderägande	67,0%
Nästa rapport	2025-02-04

Kvartalsutveckling

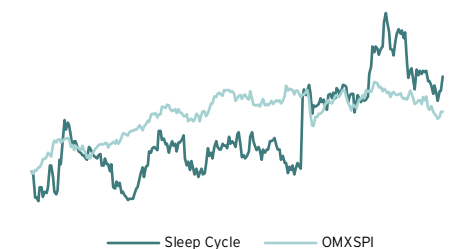


Analytiker

Albin Eriksson
albin.eriksson@kalqyl.se

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Sleep Cycle	-4,3%	2,9%	19,4%

Key Insights



Konjunkturokänsligt

Historiskt har Sleep Cycles affärsmodell varit konjunkturokänslig, och med tanke på den relativt låga prenumerationskostnaden så finns ingen anledning att tro att detta ska ändras på. Kunder binder dessutom upp prenumerationen i ett års tid, vilket skapar en stabilitet i intäcksströmmarna.



Låg värdering

Vi bedömer att Sleep Cycle har en för låg värdering med hänsyn till bolagets tillväxtmöjligheter och dess framtida intjäningspotential. Sleep Cycle bedriver en kapitallett verksamhet och har därmed en hög kassagenerering, vilket i sin tur möjliggör höga utdelningar. Rimligtvis kan detta tillsammans med goda framtidsutsikter attrahera flertalet investerare.



Tillväxt med lönsamhet

Sleep Cycle har historiskt växt starkt och genom den upplagda strategin finns anledning att tro att tillväxten kommer att fortsätta starkt under lönsamhet. Samarbeten med bland annat Wellhub och Revolut har historiskt varit lyckade tillväxtinitiativ. Nyligen tecknade Sleep Cycle ett avtal med MyFitnessPal och har fokus på ytterligare samarbeten framöver.

"När vi blickar framåt ligger vårt fokus fortsatt på att leverera enligt våra strategiska initiativ genom ett bibehållet fokus på partnerskap, innovation och kärnprodukt, samtidigt som vi maximerar aktieägarvärdet"

- Erik Jivmark, VD Sleep Cycle

Investeringscase

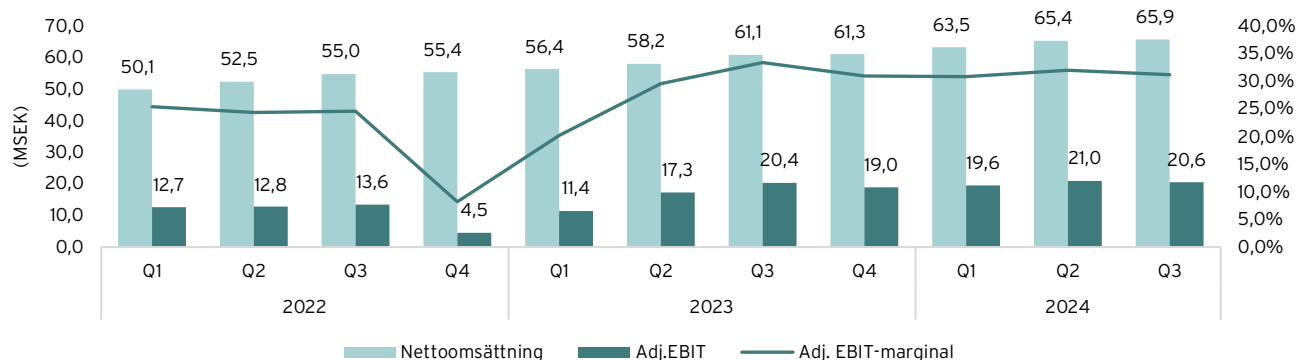
- Låg värdering
- Tillväxt drivare i partnerskap
- Låg kapitalbindning
- Högt organisk kundanskaffning
- Starka kassaflöden
- Ny ledning med tillväxtfokus
- Sund kostnadssyn
- Stark finansiell ställning
- Stabila intäcksströmmar
- Option i form av uppköp
- Nya intäktseven via monetarisering av data

Fortsatt tillväxt och hög lönsamhet

Nettoomsättningen uppgick till 65,9 MSEK (60,8), vilket innebar en ökning med 8,4 procent (11,2) y-o-y. Valutajusterad nettoomsättningstillväxt uppgick till 9,9 procent (2,7). Nettoomsättningstillväxten drivs av en ökning av antalet prenumeranter, som nu uppgick till 915 000, en ökning med 17 000 q-o-q. Användartillväxten drevs av partners som Wellhub och Revolut under kvartalet, men också av att bolaget experimenterat med intäktsoptimering via kampanjer samt lansering på iOS 18.

EBIT uppgick 20,6 MSEK (20,3), vilket innebar en mindre ökning y-o-y. EBIT-marginalen var fortsatt hög och uppgick till 31,3 procent (33,4), vilket dock var en minskning jämfört med samma period föregående år.

Nettoomsättning och EBIT, 2022-2024



Antal användare och ARPU

Antalet prenumeranter uppgick som tidigare nämnt till 915 000 i kvartalet, vilket var en ökning med 17 000 q-o-q och 28 000 y-o-y. Detta var den högsta ökningen q-o-q sedan Q1'22. ARPU (average revenue per user) minskade från 282 SEK i Q2'24 och uppgick till 280 SEK (275) i kvartalet. Jämfört med samma kvartal föregående år var nettoökningen i ARPU 5 SEK, varav 9 SEK var hänförligt till intäktsoptimering och -4 SEK från negativ påverkan av valuta. Minskningen jämfört med Q2'24 var relaterad till att bolaget genomfört olika kampanjer för att konvertera freemium-användare till premium-användare via bland annat kampanjer. VD Erik Jivmark uppgav också att alla kunder bolaget får in nu har högre ARPU. Vidare uppgav han att bolaget ska börja testa prishöjningar på utvalda marknader, vilket också ska bidra till att öka ARPU och närma sig målet om 300 SEK.

Antal användare (tusental), 2022-2024



ARPU (SEK), 2022-2024



Som vi nämnde tidigare bidrog bolagets olika partnerskap positivt till användartillväxten i kvartalet. De partnerskap som primärt bidrog var Wellhub och Revolut. Sleep Cycle har säkrat nya samarbeten och har fler i pipeline, vilka kommuniceras när dessa är på plats och kommit i gång. I VD-ordet uppgav Jivmark att de noga övervakar ARPU, även om det primära fokuset framåt främst ligger på försäljning, användartillväxt och rörelsemarginal.

I samband med lanseringen av iOS 18 och nya uppdateringar från Apple, så presenterade Apple en del lösningar för sömn som bland annat detektering av sömnapné. Sleep Cycle har anpassat appen för iOS 18 och fick god visibilitet i App Store vid lanseringen av det nya operativsystemet, vilket också bidrog positivt till användartillväxten. Vår bedömning är att Apples ökade fokus på sömn inte ska ses som en så stor risk för Sleep Cycle, utan en viktig komponent för att öka medvetenheten kring sömn och öka den adresserbara marknaden.

Vår bedömning är att ARPU troligen kommer att uppgå till cirka 280 SEK, där prishöjningar kan bidra positivt och kampanjer kan bidra negativt. Det är också svårt att bedöma exakt, vilken effekt samarbetet med MyFitnessPal kan få på ARPU. Vi bedömer att det absolut viktigaste i närtid är att fortsätta växa basen av betalande användare. Vi ser också positivt på kampanjer och arbetet med att konvertera basen av freemium-användare till faktiska betalande kunder, även om det potentiellt påverkar ARPU negativt i det korta perspektivet. På konferenssamtalet i samband med rapporten kommenterade Jivmark kort att utvecklingen hittills i Q4'24 avseende användare var fortsatt positiv.

MyFitnessPal

En stor händelse i kvartalet var partnerskapet med MyFitnessPal, vilket preliminärt lanseras i november 2024. Detta samarbete har potentialen att påverka användartillväxten signifikant positivt.

MyFitnessPal är en hälsoplattform som primärt fokuserar på kaloriräkning och kostregistrering, men de erbjuder även andra verktyg för att hjälpa sina användare att nå sina hälso- och träningsmål. MyFitnessPal är en av världens mest omfattande plattformar för närings- och matspårning, vilket gör att användare bland annat kan spåra sin mat, registrera träningsaktivitet och logga deras vikt. MyFitnessPal har idag en användarbas på över 250 miljoner användare globalt i 120 länder och appen laddas hem cirka 50 000 gånger per dag. Samarbetet initierades 11 september 2024 och kommer börja ge effekt först i mitten av Q4'24 om allt går enligt plan.



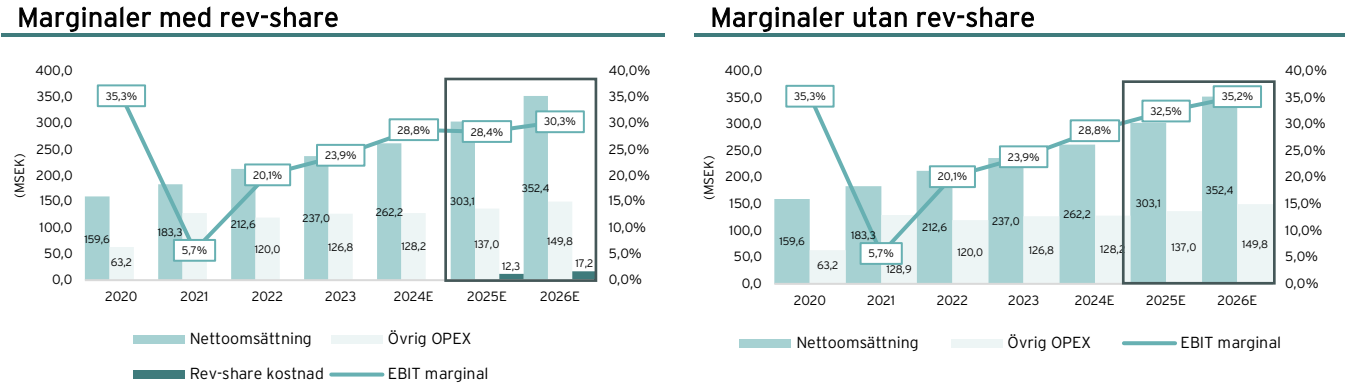
Samarbetet baseras på en revenue share-modell och Sleep Cycle betalar enbart för de användare som konverterar till premium-användare, vilket gör att kundanskaffningen blir väldigt kostnadseffektiv. Sleep Cycle betalar ingen fast avgift, till exempel för synligheten de får hos MyFitnessPal. Däremot är det för tidigt att bedöma vilken påverkan detta partnerskap kan få. Samarbetet baseras på att MyFitnessPals nya iOS användare exponeras mot Sleep Cycles erbjudande, vilket som tidigare nämnt är cirka 50 000 nya användare dagligen. Vi är positiva till samarbetet med MyFitnessPal, samt att bolaget verkar addera ytterligare partnerskap. Vår bedömning är att partnerskap historiskt varit ett bra sätt för bolaget att öka antalet användare och tror det är helt rätt väg att gå framåt. Den 8 april tillsattes Peter Alsterberg till Sleep Cycle som CCO, där hans fokus är att driva partnerskap samt att utforska nya intäcksströmmar inom bolagets data och dess plattform. Vi kan se att många av dessa initiativ redan har implementerats och att kvartalets nettoomsättningsökning drevs mycket av redan befintliga samarbeten. Vi kan se att övriga intäkter har ökat markant, vilket är en intäktspost som drivs av intäkter från partnerskapet med Revolut. Revoluts platinumanvändare erbjuds Sleep Cycle kostnadsfritt, där sedan Sleep Cycle fakturerar Revolut för dessa abonnemang.

Nettoomsättningsfördelning (TSEK)	Jul-Sep 2024	Jul-Sep 2023	Jan-Sep 2024	Jan-Sep 2023	Helår 2023
Prenumerationsintäkter	63 430	60 620	118 190	174 419	234 948
Övriga intäkter	2 443	157	6 582	473	1 198

Partnerskapens effekt på resultaträkningen

Sleep Cycle har som ambition att växa starkt framgent, mycket drivet av framtida och befintliga partnerskap. Intäkterna från bolagets partnerskap baseras som tidigare nämnt på olika strukturer, bland annat revenue share-modeller samt den befintliga modellen med Revolut där Sleep Cycle fakturerar Revolut för deras platinum kunder som nyttjar appen. Fördjupar man sig redovisningstekniskt hur revenue share-modellen belastar Sleep Cycles resultaträkning, så tas den fulla intäkten upp som Sleep Cycles nettoomsättning (exempelvis 300 SEK), och den del som samarbetspartnern är berättigad belastar Sleep Cycles operativa kostnader (exempelvis 150 SEK, om fördelningen är 50/50). Eftersom Sleep Cycle har optimistiska tillväxtmål och att en primär tillväxt drivare väntas vara genom denna typ av partnerskap, så kan man troligen också vänta sig att de operativa kostnaderna kommer öka i takt med att man växer genom dessa initiativ.

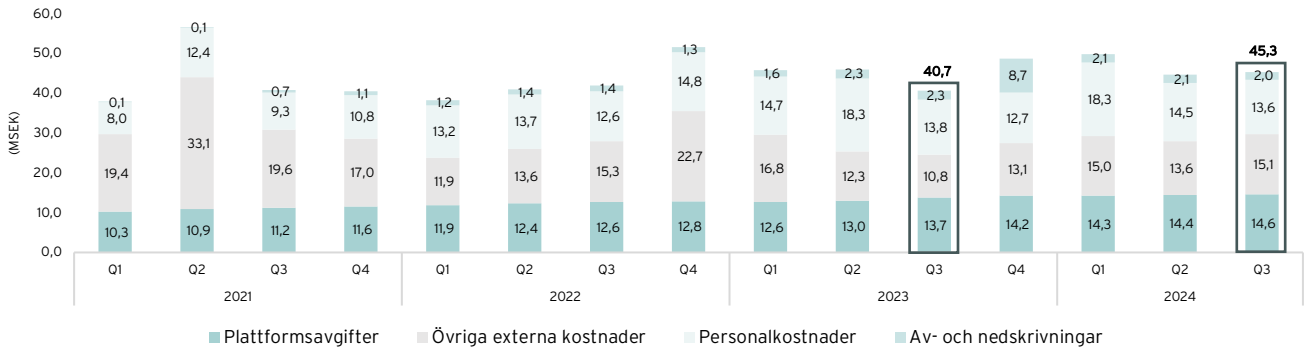
Grafen till vänster nedan illustrerar vårt base case, ett utfall där 60-70 procent av bolagets tillväxt kommer från revenue share partnerskap och att fördelningen är 50/50 mellan Sleep Cycle och deras partners. Grafen till höger illustrerar vilka marginaler bolaget skulle ha givet samma OPEX och tillväxt, dock tillväxt utan rev-share modellen. Man kan här se att tillväxt genom partnerskap med revenue share-modell pressar marginalerna, vilket kan vara en förklaring till varför bolaget satt aningen konservativa mål om 25 procent EBIT-marginal.



Kostnader

Bolagets kostnader består av plattformsavgifter till Apple och Google, övriga externa kostnader, personalkostnader samt av- och nedskrivningar. Plattformsavgifterna skalar med nettoomsättningen och har under 2023 och 2024 legat stabilt mellan 22,0-23,0 procent, där plattformsavgiften det senaste kvartalet uppgick till 22,1 procent av nettoomsättningen. I Q1'24 påverkades kvartalet av engångskostnader om 5,8 MSEK kopplat till bolagets effektiviseringsprogram, där 5,0 MSEK var personalkostnader och 0,8 MSEK övriga externa kostnader. Justerat för detta har bolaget upprätthållit en stabil kostnadsbas.

Kostnadsutveckling, 2022-2024



Lönsamhet

Den goda kostnadskontrollen ledde till en fortsatt hög EBIT-marginal om 31,3 procent (33,5), vilket är något lägre än samma kvartal föregående år. Detta bland annat kopplat till att bolaget tagit kostnader för att utveckla kärnprodukten, men även att de under Q3'24 ökat investeringarna inom kundanskaffning samt intensifierat arbetet med nya initiativ, vilket nämndes i presentationen i samband med rapporten. Vidare poängterades det att marknadsföringsteamet förra året var in-house, men numera är outsourcat, vilket ökade övriga externa kostnader. I kvartalet påverkades också personalkostnader av något högre kostnader kopplat till incitamentsprogrammet, men att justerat för detta var kostnaden per anställd densamma som förra året.

KPI

I samband med kapitalmarknadsdagen angavs viktiga KPI:er som bolaget fokuserade på: antal installationer, konverteringsgrad, förnyelsegrad och churn. Dessa KPI:er redovisas inte i rapporten, men kommenterades under presentationen i samband med rapporten. Målet är att nå 8-9 miljoner installationer årligen och antalet installationer fortsatte att öka, men bolaget måste öka ytterligare för att nå målet. Avseende konverteringsgrad är målet 8,0 procent, och de arbetar kontinuerligt med att öka denna. Avseende förnyelsegrad såg bolaget en något lägre utveckling under Q3'24 och målet är att förbättra denna med 2-3 procentenheter. De faktiska siffrorna angavs inte och det hade ur ett investerarperspektiv varit intressant om dessa siffror redovisades i rapporten.

Under kvartalet lyfte Sleep Cycle några mål gällande KPI:er.

KPI mål

Installationer	8-9 miljoner
Konverteringsgrad	8,0%
Förnyelsegrad	Stärka den nuvarande med 2-3 procentenheter
ARPU	300,0 SEK

I samband med kapitalmarknadsdagen uppgav Sleep Cycle att installationerna minskat från ungefär 10 miljoner per år till 7,5 miljoner under 2023, vilket förklaras i viss mån av att app-industrin sett en negativ trend i antalet installationer. Konverteringsgraden har varit ett fokusområde för bolaget de senaste två åren och de har sett en ökning från 5,0 procent till 7,0 procent. Detta avser att en användare konverteras från freemium-användare till betalande premium-användare. Bolaget uppgav att det finns mycket kvar att arbeta med här och har en plan hur de ska öka denna framgent. En ökning från 7,5 miljoner installationer (2023) till 8,0 miljoner framåt i kombination med en ökning av konverteringsgraden från 7,0 procent till 8,0 procent skulle innebära 100 000 nya premium-användare årligen.

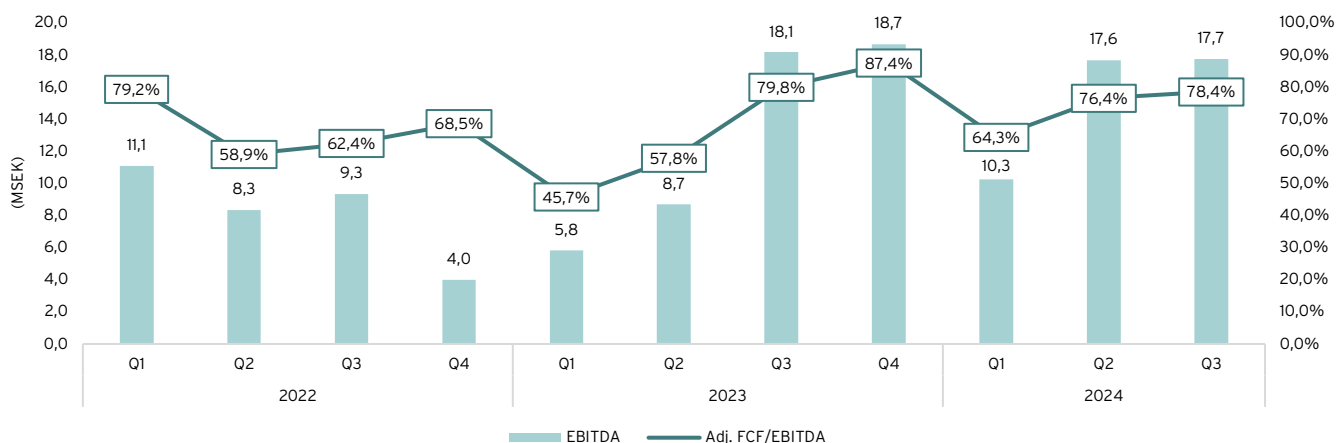
Förnyelsegraden har varit stabil de senaste åren och legat på mellan 44,0-49,0 procent senaste åren, lite beroende på tidsperiod. Sleep Cycle uppgav att deras churn var cirka 50,0 procent, vilket är en bra siffra i jämförelse med peers inom app-industrin. Förnyelsegraden ska öka med 2-3 procentenheter och således minska churn. Detta genom att främst förbättra kärnprodukten och arbeta mer med belöningar och mål med mera.

Målet är att uppnå en ARPU om 300,0 SEK, vilket inte är ett primärt mål på kort sikt då användartillväxt är i fokus. Avseende ARPU kommer bolaget att arbeta mycket med prisdifferentiering, olika typer av abonnemang samt prishöjningar i vissa marknader. Vår bedömning är att det är antalet installationer och konverteringsgrad som kommer vara de primära tillväxtdrivarna framgent och inte primärt ökning av ARPU.

Kassaflöde

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till 20,2 MSEK (20,3). Det fria kassaflödet uppgick till 10,4 MSEK (14,2), där försämringen primärt kan hänföras till förändring i rörelseskulder kopplat till rättelse av momsskuld i Japan avseende försäljning mellan 2018-2023. Periodens kassaflöde uppgick till 9,5 MSEK (13,2), vilket innebär att likvida medel uppgick till 130,0 MSEK (118,0). Det justerade fria kassaflödet uppgick till 17,7 MSEK (18,1). Det justerade fria kassaflödet definieras vi som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskulder.

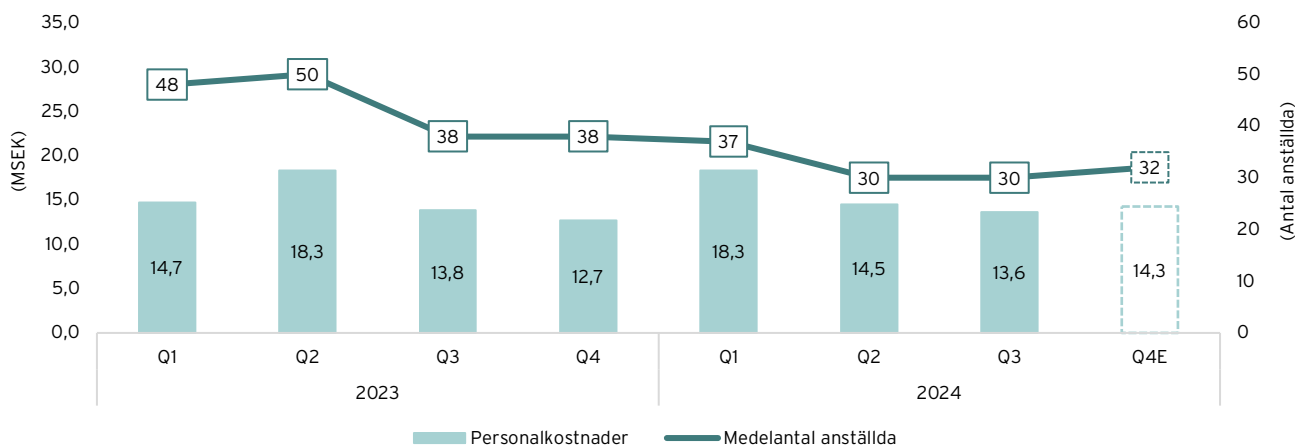
Kassaflöde och kassakonvertering, 2022-2024



Antal anställda

Under kvartalet hade Sleep Cycle ett medelantal anställda om 30 personer, däremot hade de 32 anställda vid kvartalets slut. Personalkostnaderna är dock fortsatt på samma nivå som i jämförelsekvartalet, vilket kan hänföras till kostnader kopplat till incitamentsprogrammet. Givet att man var två personer fler anställda i kvartalets slut, väntar vi oss en mindre ökning i personalkostnader under det kommande kvartalet, dock med osäkerhet för hur ytterligare en potentiell bonusutbetalning belastar kvartalet.

Antal anställda och personalkostnader



Estimat vs utfall

Rapporten inkom under våra estimat avseende nettoomsättning, då vi estimerat en stark tillväxt på 13,7 procent. Anledningen till att nettoomsättningen kom in lägre än vi väntat oss var bland annat till följd av att förnyelsegraden försämrades under kvartalet, tillsammans med en svag valuta. Däremot inkom EBIT högre än vi estimerat då vi gjorde bedömningen att personalkostnaderna skulle öka under kvartalet till följd av en utökad personalstyrka. Sammanställningen vi gjorde tydde på att bolaget rekryterat under kvartalet och hade en nettoförändring om cirka 4 anställda, vilket gjorde att vi räknade med 34 anställda under kvartalet. Istället visade det sig att bolaget hade ett medelantal anställda på 30 personer, dock med 32 anställda vid kvartalets slut. VD Erik Jivmark nämnde i rapporten att det ännu är för tidigt för att tala om en helt ny tillväxtkurva, då man just nu utvärderar strategiriktningar. Vi kommer att revidera våra estimat som speglar vår tro på bolaget framgent.

(MSEK)	Utfall Q3'24	Estimat	Differens
Nettoomsättning	65,9	69,5	-3,6
Tillväxt%	8,4%	13,7%	-5,3pp
Valutajusterad tillväxt%	9,9%	13,7%	-3,8pp
Plattformsavgifter%	22,1%	22,6%	-0,5pp
Bruttovinst	51,3	53,8	-2,5
Bruttomarginal%	77,9%	77,4%	+0,5pp
Övriga externa	15,1	16,3	-1,2
Personal	13,6	16,4	-2,8
Av & nedskrivningar	2,0	2,1	-0,1
EBIT	20,6	18,9	+1,7
Vinst	16,6	14,9	+1,7

Nedladdningar

Antalet nedladdningar är fortsatt ganska oförändrat, vilket ytterligare visar på att bolaget lyckats växa genom att stärka sin konverteringsgrad på redan befintliga freemium-användare. Samarbetet med MyFitnessPal väntas primärt att lanseras under slutet av november 2024, vilket vi tror kan vara en stark tillväxt drivare framgent, sett till antalet nedladdningar. Sleep Cycles intäkter baseras just nu på intäkter från prenumerationer samt en mindre del av fakturerade intäkter, vilket innebär att en bibehållen/stärkt konverteringsgrad är avgörande för att växa i takt med att antalet nedladdningar ökar.

Antal nedladdningar, 2024



Källa: Appmagic

Finansiell ställning

Sleep Cycle har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 223,0 MSEK, varav cirka 4,0 MSEK i balanserade utgifter för utvecklingsarbeten, cirka 12,3 MSEK i tillgångar med nyttjanderätter, cirka 38,0 MSEK i kundfordringar och 130,0 MSEK i kassa. På skuldsidan finns långfristiga leasingskulder om cirka 8,5 MSEK kopplade till finansiering av verksamheten, kortfristiga leasingskulder om cirka 4,3 MSEK samt upplupna kostnader och förutbetalda intäkter om cirka 129,1 MSEK, vilket är förskottsintäkter som Sleep Cycle redan fått in från användare men ännu inte nått resultaträkningen.

Sleep Cycle har ett väldigt lågt investeringsbehov vilket i sin tur leder till att de kan generera ett högt fritt kassaflöde. Bolagets starka och stabila kassaflöden möjliggör en hög utdelning, vilket också avspeglas i bolagets utdelningspolicy samt att bolaget historiskt även haft extrautdelningar. Kassan är trots detta fortsatt stor och med tanke på bolagets låga värdering, så tror vi att aktieåterköp hade vart en sund kapitalallokering.

Räntebärande skuld	Kassa	Soliditet
12,8 MSEK	58,3 % (130,0 MSEK)	27,8 %
Leasingskuld	Nettokassa*	CAPEX %
12,8 MSEK	130,0 MSEK	4,3 %

**exklusive leasing*

Finansiella mål

Sleep Cycle kvarstår vid sina finansiella mål som fastställdes under bolagets kapitalmarknadsdag den 20 mars 2024. Däremot guidade bolaget i kvartalsrapporten för att de förväntar sig en EBIT-marginal om cirka 28 procent för helåret 2024.

Finansiella mål	
Nettoomsättning	Dubbla intäkterna på medellång sikt (3-4 år)
Lönsamhet	En årlig EBIT-marginal om cirka 25%
Utdelning	Dela ut 40-60% av den årliga nettovinsten till aktieägarna
Lönsamhet '24	En årlig EBIT-marginal om cirka 28% för helåret 2024

Peers

Den första peer tabellen täcker motsvariga SaaS-bolag som likt Sleep Cycle har en skalbar affärsmodell med goda möjligheter för marginalexpansion. Vi kan här se att den bakåtblickande snittmultipeln för SaaS-bolagen ligger kring 27,1x, jämfört mot Sleep Cycles 10,7x. Vi tycker fortsatt att Sleep Cycle handlas för lågt, givet affärsmodellens skalbarhet och bolagets tillväxtpotentialer.

Bolagsnamn	BV	EV	EV/EBIT	EV/EBIT, snitt 3 år	EV/EBIT 2024E	Oms.-tillväxt, 3 år	Vinsttillväxt, 3 år	EBITDA%	EBIT%
TCECUR	159	256	15,0	13,4	13,1*	210,6%	1100	8,0%	12,6%
Opter	675	647	28,6	30,3	17,4*	66,7%	115,9%	24,9%	6,4%
Lime Technologies	4 450	4 692	36,1	42,2	36,9**	70,2%	33,0%	30,7%	19,1%
Avtech	253	228	20,7	22,6	21,1*	125,4%	neg.	50,0%	35,1%
SmartCraft	5 129	5 061	37,0	37,0	33,9**	105,1%	194,1%	39,3%	30,0%
Enea	2 167	2 337	19,0	11,3	15,5**	-0,2%	-27,4%	32,4%	11,9%
Addnode	14 260	15 362	27,6	33,7	26,8**	94,7%	71,2%	10,3%	5,5%
Vertiseit	1 545	1 587	21,7	83,4	16,9*	353,7%	153,2%	21,7%	14,2%
Physitrack	194	236	6,5	-5,7	45,7*	390,3%	363,8%	46,3%	20,5%
Observit	179	178	63	-	51,8**	-	-	14,4%	4,7%
TietoEVRY	23 823	34 011	11,6	12,1	11,7**	2,3%	82,0%	14,6%	9,0%
Micro Systemation	970	885	36,3	29,0	10,6**	34,5%	84,1%	8,2%	4,5%
Truecaller	16 995	16 034	26,9	21,6	21,5**	251,4%	neg.	36,9%	34,0%
Admicom	245	239	29,7	25,8	29,1**	56,6%	-5,6%	35,7%	23,1%
Formpipe	1 400	1 400	35,2	43,6	29,2**	30,3%	-10,9%	20,7%	8,0%
Upsales	546	516	19,4	41,7	27,5**	92,8%	318,2%	25,3%	19,4%
Snitt	4 562	5 229	27,1	29,5	25,5	125,6%	190,1%	22,2%	16,7%
Median	1 185	1 143	27,3	29,0	24,2	92,8%	84,1%	16,2%	16,7%
Sleep Cycle	848	730	10,7	28,2	9,7	48,4%	4,8%	32,4%	26,6%

*Börsdata estimat

**Factset

Den andra peer tabellen täcker motsvariga bolag inom B2C prenumerationsbaserade applikationer. Även här är snitt- och medianmultipeln signifikant högre än Sleep Cycles multiplar, men några av dessa bolag är också noterade på den amerikanska börsen, en marknad med generellt högre värderingar.

Bolagsnamn	BV	EV	EV/EBIT	EV/EBIT, snitt 3 år	EV/EBIT 2024E	Oms.-tillväxt, 3 år	Vinsttillväxt, 3 år	EBITDA%	EBIT%
Netflix	326 265	334 789	34,7	31,5	35,5*	34,9%	95,9%	66,1%	23,8%
Storytel	5 114	4 665	neg.	neg.	22,7**	49,2%	neg.	6,6%	-17,6%
Readly	627	478	18,9	neg.	-17,2**	89,4%	neg.	6,2%	1,2%
Spotify	75 834	71 595	169	79,7	120*	68,1%	neg.	3,9%	3,7%
Match Group	9 842	12 844	13,7	21	-	40,7%	23,5%	28,9%	27,1%
Duolingo	12 482	11 648	330	neg.	-	227,8%	neg.	6,8%	5,6%
Snitt	69 958	70 758	113,3	44,1	40,3	85,0%	59,7%	19,8%	7,1%
Median	11 209	12 293	34,7	31,5	29,1	58,7%	59,7%	6,7%	4,2%
Sleep Cycle	848	730	10,7	28,2	9,7	48,4%	4,8%	32,4%	26,6%

*Börsdata estimat

**Factset

Nuläge och outlook

Vi tycker att kvartalet gav en försmak på vad den nya strategin har att erbjuda, till följd av en stark användartillväxt. Detta visar på att ledningen testat på de möjligheter som finns och för att bedöma vad som gynnar bolagets tillväxtresa bäst. Vi står fortsatt fast vid att vi tror att Sleep Cycle kommer öka sin tillväxt, drivet av partnerskap med relevanta aktörer, förbättrad marknadsinsikt i vad som genererar trafik, lovande rekommendationer från Apple samt eventuellt utnyttjandet av monetarisering av data, något som vi dock bedömer ska ses som en option på tillväxten.

Under presentationen framkom också att samarbetet med MyFitnessPal troligen inleds i slutet av november, alltså 2/3 in i Q4. Vi reviderar därför ned estimaten för 2024 en aning, då vi såg detta som en tillväxt drivare under det kommande kvartalet. Framåt tror vi starkt på att samarbeten med andra plattformar bör vara en stark tillväxt drivare som kan öka antalet nedladdningar avsevärt.

Som tidigare nämnt redovisade Sleep Cycle KPI:er under presentationen av kvartalsrapporten. Sleep Cycle nämnde då, dock utan tidsintervall, att de vill nå en ARPU om 300 SEK, en konverteringsgrad om 8 procent, 8-9 miljoner nedladdningar samt förbättra förnyelsegraden med cirka 2-3 procent. Vi bedömer att detta är uppnåbart fram till 2026-2027, vilket ligger till grund för våra estimat till bolagets nettoomsättning. Vi bedömer vidare att satsningen bolaget står inför inte kommer driva upp ARPU primärt, vilket är anledningen till att vi är aningen mer selektiva vid ARPU estimaten framgent. Bolaget upprepade återigen under kvartalet att de ser potential i deras plattform och deras data, vilket är något de kommer utforska framgent. Vi ser som tidigare nämnt detta som en intressant option på tillväxten, exempelvis vid utnyttjandet av Cough Radar.

Vi tror fortsatt att Sleep Cycles LTV/CAC kan komma att stärkas en del till följd av bättre träffsäkerhet i marknadsföringen, som i sin tur leder till en minskad organisk kundanskaffning. Vi vill dock understryka att dessa KPI:er och estimat är grova uppskattningar och att en procentenhets förändring i en enskild KPI har stor påverkan på nettoomsättningen och kundanskaffningsmättet LTV/CAC.

KPI estimat*	2023	2024E	2025E	2026E
Antal nedladdningar (tusen)	7 500	7 600	7 900	8 600
Konverteringsgrad	7,00%	7,36%	7,55%	7,80%
Totalt antal nya prenumeranter (tusen)	525	559	596	671
Organisk kundanskaffning	80,00%	78,00%	75,50%	74,50%
Nya prenumeranter, organiska (tusen)	420	436	450	500
Nya prenumeranter, icke-organiska (tusen)	105	123	146	171
Förnyelsegrad	45,00%	43,00%	45,00%	46,00%
Churn	55,00%	57,00%	55,00%	54,00%
Förnyade prenumerationer (tusen)	402	384	424	470
Totalt antal prenumerationer (tusen)	893	943	1021	1140
ARPU (SEK)	266	278	284	291
Prenumerationsintäkter	234,9	253,1	289,9	331,9
<i>Tillväxt Y-o-Y%</i>	<i>11,19%</i>	<i>7,72%</i>	<i>14,55%</i>	<i>14,46%</i>
Övriga intäkter	1,2	9,1	13,2	20,5
Nettoomsättning (MSEK)	236,2	262,2	303,1	352,4
<i>Tillväxt Y-o-Y%</i>	<i>11,37%</i>	<i>11,03%</i>	<i>15,61%</i>	<i>16,24%</i>
LTV (SEK)	374	379	401	419
CAC (SEK)	216	230	223	214
LTV/CAC (x)	1,73	1,64	1,80	1,95

*grova uppskattningar, siffror hämtat från Sleep Cycles senaste CMD samt conference call Q3'24

Värdering

Key stats

Antal aktier	20 277 563	Börsvärde (MSEK)	847,6
Aktiekurs (SEK)	41,8	Nettokassa* (MSEK)	130,0
		Enterprise value* (MSEK)	717,6

*exklusive leasing

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	256,0 MSEK	EV/S	2,8
EBIT	68,1 MSEK	EV/EBIT	10,5
Vinst	55,6 MSEK	P/E	15,2
FCF	60,1 MSEK	EV/FCF	11,9

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	3,8	26,9	41,4	28,5
Snitt 5 år	4,0	29,8	46,1	31,6

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
77,7 %	32,4 %	26,6 %	21,7 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
24,5 %	23,5 %	89,7 %	neg.

Estimat för Q4'24

I det fjärde och sista kvartalet för 2024 räknar vi med fortsatt tillväxt i både prenumerationsintäkter samt övriga intäkter, drivet av lyckosam lansering av samarbetet med MyFitnessPal, fortsatt stark tillväxt från befintliga partners, lyckade test av prisoptimeringar på olika marknader samt lovande rekommendationer av Apple.

Bruttomarginalen estimerar vi svagt lägre till följd av att samarbetet med MyFitnessPal enbart når iOS användare, och vår tro är att många nya Sleep Cycle användare kommer ladda ned appen. När en användare tecknar prenumeration för första gången tar App Store en högre avgift (30,0 procent) till skillnad mot när användare väljer att förlänga ett abonnemang (15,0 procent). En annan förklaring är att bolaget nämnde att man försämrat sin förnyelsegrad med 2-3 procentenheter under Q3'24, vilket skulle kunna innebära att man under det kommande kvartalet inte kommer ha en lika stor andel förnyade abonnemang och således en högre avgift till App Store.

Vidare har vi räknat med en mindre ökning i personalkostnader, då antalet anställda i kvartalets slut var två personer fler än i Q3'24. Däremot är det som tidigare nämnt svårt att bedöma hur en potentiell bonusutbetalning påverkar kostnadsposten. Givet dessa antaganden så hamnar EBIT-marginalen 0,8 procentenheter över vad bolaget guidat för helåret 2024.

	Estimat för 2024				
(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4E	2024E
Nettoomsättning	63,5	65,4	65,9	67,2	262,2
% y-o-y	12,5%	12,4%	7,9%	9,6%	11,0%
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
Summa intäkter	63,7	65,5	65,9	67,4	262,4
Bruttoresultat	49,4	51,1	51,3	52,2	203,6
Bruttomarginal	77,5%	78,0%	77,9%	77,5%	77,7%
Rörelsekostnader	-35,5	-30,1	-30,8	-31,9	-128,2
% y-o-y	8,5%	-7,5%	14,1%	-7,8%	11,5%
EBIT	13,9	21,0	20,6	20,2	75,4
EBIT-marginal	21,8%	32,0%	31,3%	30,0%	28,8%
% y-o-y	25,0%	64,6%	0,6%	58,2%	33,3%

Estimat

<i>(MSEK)</i>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Prenumerationsintäkter	211,3	234,9	253,1	289,9	331,9
% y-o-y	17,8%	11,2%	7,7%	14,6%	14,5%
Övriga intäkter	0,7	1,2	9,1	13,2	20,5
Nettoomsättning	212,0	236,1	262,2	303,1	352,4
% y-o-y	15,7%	11,1%	11,0%	15,6%	16,2%
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,9	0,3	0,0	0,0
Totala intäkter	212,6	237,0	262,4	303,1	352,4
<i>EV/S</i>	<i>2,9</i>	<i>2,3</i>	<i>2,7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,0</i>
Rörelsekostnader	-120,0	-126,8	-128,2	-149,3	-170,0
% y-o-y	-7,2%	6,0%	1,2%	16,4%	11,8%
EBIT	42,8	56,6	75,5	86,2	106,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>21,4%</i>	<i>23,9%</i>	<i>28,8%</i>	<i>28,4%</i>	<i>30,3%</i>
% y-o-y	309,3%	32,2%	33,3%	14,2%	23,9%
<i>EV/EBIT</i>	<i>14,1</i>	<i>9,7</i>	<i>9,5</i>	<i>8,3</i>	<i>6,7</i>
Vinst	33,9	46,1	60,9	67,9	84,1
<i>Vinstmarginal</i>	<i>16,0%</i>	<i>19,5%</i>	<i>23,2%</i>	<i>22,4%</i>	<i>23,9%</i>
% y-o-y	311,9%	32,3%	32,0%	11,4%	23,9%
<i>P/E</i>	<i>23,7</i>	<i>14,5</i>	<i>13,9</i>	<i>12,5</i>	<i>10,1</i>

Efter vi reviderat våra estimat tror vi att Sleep Cycle växer nettoomsättningen med 11,0 procent för helåret 2024, med en EBIT-marginal om 28,8 procent. Som tidigare nämnt så tas hela intäkten från partnerskap med rev-share modell upp som nettoomsättning på Sleep Cycles resultaträkning, medan resterande del betalas ut till partners vilket belastar Sleep Cycles operativa kostnader. Med detta i åtanke, så har vi reviderat upp våra estimat avseende nettoomsättningen från 2025 och 2026, med tanke på att en uttalad tillväxtstrategi är att växa genom partners. Vi har sedan dragit bort samarbetspartners del av intäkterna i Sleep Cycles operativa kostnader, vilket gör att EBIT i absoluta tal i stort sett är oförändrad mot våra tidigare estimat. I våra estimat har vi under 2025 räknat på att 60,0 procent av den totala tillväxten tillkommer genom samarbeten med en rev-share modell, följt av 70,0 procent 2026. Vidare har vi räknat med att man delar på 50,0 procent av intäkterna med partnern, vilket mynnar ut i den tillväxt som vi estimerar. Vi tror även på en stark tillväxt i övriga intäkter, då det som tidigare nämnt är de intäkterna som Sleep Cycle fakturerar partners för. Detta är något som Peter Alsterberg fokuserar på, vilket vi också sett fått en stark ökning av under det senaste året. Vi bedömer att man numera jobbar mer tätt med sina partners, till skillnad mot tidigare då man endast signerade avtal och inte förvaltade samarbeten på ett bra sätt. Vi har valt att värdera Sleep Cycle utifrån en multipel om 15x EBIT, vilket vi bedömer är väl motiverat givet affärsmodellens skalbarhet, tillväxtutsikterna samt bolagets starka kassaflöden. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

	Värdering				
	Multipel (x)	EBIT 2026E	Nettokassa 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	15	106,7	205,8	1806,7	89,1
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>74,7</i>	<i>205,8</i>	<i>1326,4</i>	<i>65,4</i>

Nedan följer potentiell avkastning på 2026E om Sleep Cycle utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	2,13	113,2%	46,3%	1,57	56,5%	25,5%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2026E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
12	1486,5	73,3	75,4%	1102,3	54,4	30,1%
13	1593,3	78,6	88,0%	1177,0	58,0	38,9%
14	1700,0	83,8	100,6%	1251,7	61,7	47,7%
15	1806,7	89,1	113,2%	1326,4	65,4	56,5%
16	1913,5	94,4	125,7%	1401,2	69,1	65,3%
17	2020,2	99,6	138,3%	1475,9	72,8	74,1%
18	2126,9	104,9	150,9%	1550,6	76,5	82,9%

I vårt huvudscenario ser vi en betydande uppsida om 113,2 procent för 2026E, vilket innebär en CAGR om 46,3 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 20 277 563.

Källor

1. <https://investors.sleepcycle.com/files/Main/18579/4055688/sleep-cycle-delarsrapport-jul-sep-2024.pdf>
2. <https://quartr.com/companies/sleep-cycle>
3. <https://appmagic.rocks/dashboards/custom>

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Albin Eriksson och Erik Lundberg äger aktier i det analyserade bolaget

Analysen är inte en uppdragsanalys