

Kvalitetsaktör redo att kapitalisera inom en bransch i förändring

Cedergrenska AB ("Cedergrenska" eller "Koncernen") är en ledande friskolekoncern med verksamhet från förskola till vuxenutbildning, där gymnasiesegmentet utgör kärnan. Den svenska utbildningsmarknaden står inför den största reformen sedan 90-talet, med skärpta krav på kvalitet och transparens, vilket förväntas driva fortsatt konsolidering. Cedergrenska har historiskt en bevisad förvärvsmodell, där förvärvet av Apendere under Q2-24/25 breddar elevbasen med ca 1 880 elever, stärker den geografiska närvaron och diversifierar intäktströmmarna. Med en omsättnings-CAGR om ~23 % (18/19–23/24), en kapittallätt affärsmodell och hög cash conversion (>80 %) är Cedergrenska en motståndskraftig kvalitetsaktör med stabila, konjunkturokänsliga kassaflöden. Den decentraliserade förvärvsmodellen skapar skalfördelar och synergier samtidigt som varje skolas unika profil bevaras. Med en stark balansräkning och en högkvalitativ och eftertraktad utbildningsmiljö, är Koncernen väl positionerat för att kapitalisera på sektorns strukturförändring. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITA 7,5x och ett estimerat EBITA-resultat om 97,1 MSEK för år 25/26, motiveras ett nuvärde om 46,4 kr per aktie i ett Base scenario.

Utbildningsreform skapar långsiktiga möjligheter

Utbildningssektorn genomgår den mest omfattande reformen sedan 90-talet, med fokus på en mer rättvis skolpengsfördelning samt skärpta krav på kvalitet och transparens, vilket förväntas skapa en stabilare miljö för friskolor. I en fragmenterad marknad, där ca 750 av över 1 000 huvudmän inom grund- och gymnasieskolan är privata, varav 80–90 % endast driver en skola, förväntas reformen accelerera konsolideringen då mindre aktörer kan få svårt att uppfylla de nya regelverken. Med en stark finansiell ställning, operativa resurser och hög lärarbehörighet är Cedergrenska väl positionerat för att kapitalisera på de strukturella förändringarna.

Apendere – ett transformativt förvärv med god potential

Förvärvet av Apendere utgör ca 39 % av Koncernens intäkter LTM, stärker den geografiska närvaron och breddar utbildningsutbudet. Samtidigt ger det exponering mot segmentet yrkesgymnasium, en nisch med starka strukturella tillväxt drivare. Trots Apenderes etablerade marknadsposition har lönsamheten varit volatil, drivet av inflation, begränsade skalfördelar och ökade investeringar i behöriga lärare. Detta har pressat den justerade EBITA-marginalen från 7,6 % (20/21) till 3,3 % (23/24). Med en uppreviderad skolpeng och gradvis realisering av skalfördelar samt synergier via Koncernens centrala stödfunktioner estimeras marginalen successivt återhämta sig mot historiska nivåer om ca 5 %.

Marginalexpansion genom synergier och skalfördelar

Förvärvet av Apendere förväntas belasta lönsamheten initialt, men på sikt driva marginalexpansion genom högre beläggingsgrad, kostnadssynergier och skalfördelar, med en estimerad EBITA-marginal om 6,4 % år 2025/26, motsvarande ett EBITA-resultat om 97,1 MSEK. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITA 7,5x motiveras ett nuvärde om 46,4 kr per aktie i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
28,7 kr

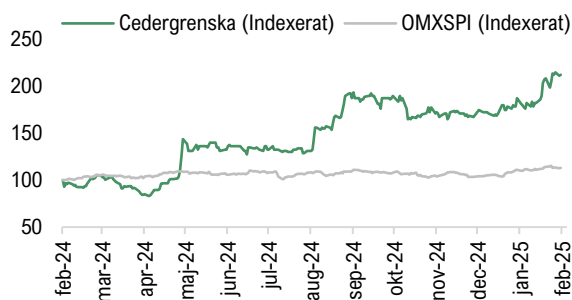
Base
46,4 kr

Bull
52,7 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-02-25)	34,0
Antal Aktier (st.)	14 067 710
Market Cap (MSEK)	478,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-29,6
Enterprise Value (MSEK)	448,7
Lista	Nasdaq First North
Kvartalsrapport 3 2024/25	2025-05-22

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2024-12-23)

INSYNSPERSON

Niklas Pålsson	15,7 %
Håkan Söderström	12,9 %
Daniel Andersson	10,1 %
Christian Drougge	8,4 %
Carl Tunberg	7,3 %

Prognoser (MSEK)	23/24 (proforma)	24/25E	24/25E (proforma)	25/26E	26/27E
Nettoomsättning	1 198	1 169	1 366	1 434	1 491
Övriga rörelseintäkter	79	78	87	91	95
Totala intäkter	1 277	1 247	1 453	1 525	1 586
Rörelsekostnader	-1 200	-1 153	-1 349	-1 410	-1 462
EBITDA	77	94	104	115	125
EBITDA-marginal (adj.)	6,0%	7,5%	7,2%	7,6%	7,9%
EBITA	62	80	87	97	106
EBITA-marginal (adj.)	4,8%	6,4%	6,0%	6,4%	6,7%
EV/S	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITA	7,3	5,6	5,2	4,6	4,2
P/E ¹	10,3	6,7	6,2	5,4	5,1

¹Nettovinst justerat för goodwillavskrivningar

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3-4
Kommentar Q2-2024/25	5-6
Bolagsbeskrivning	7-11
Marknadsanalys	12-14
Finansiell prognos	15-19
Värdering	20-23
Bull & Bear	24
Ledning & Styrelse	25-26
Appendix	27-30
Disclaimer	31

OM BOLAGET

Cedergrenska är en utbildningskoncern, verksam inom förskola, grundskola, gymnasium och vuxenutbildning. Gymnasieverksamheten utgör Koncernens största segment och står för majoriteten av rörelseresultatet. Majoriteten av skolorna är belägna i Stockholm, men Koncernen har även geografisk närvaro i Växjö, Knivsta och Nyköping. Under Q2-24/25 förvärvades Aprendere, vilket stärkte närvaron i Stockholmsområdet samt i Anderstorp, Hörby, Lund, Nyköping, Uppsala, Örebro och Östersund. Antalet barn och elever uppgick vid utgången av Q2-24/25 till ca 7 680 (exkl. Aprendere). Cedergrenska är noterat på First North sedan år 2021.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Lotta Smith

Styrelseordförande Håkan Söderström

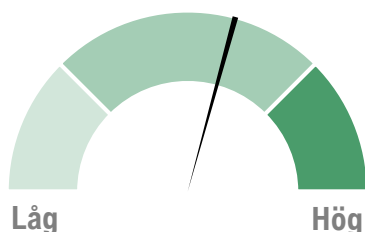
ANALYTIKER

Namn Oscar Mårdh

Telefon +46 760 44 29 70

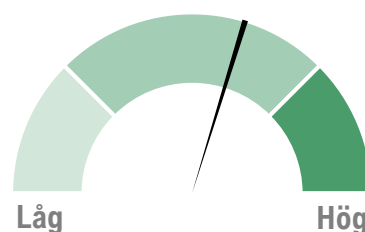
E-mail oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



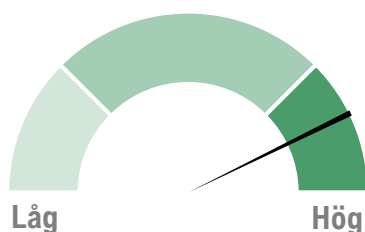
En lyckad integration av Aprendere utgör en tydlig värde drivare, med fokus på att effektivt integrera centrala stödfunktioner och realisera synergier, vilket skapar förutsättningar för en återgång till historiska lönsamhetsnivåer för Aprendere. En fragmenterad marknad, i kombination med Koncernens tydliga förvävsstrategi och en robust balansräkning, gör potentiella förvärv till ytterligare värde drivare på sikt, även om detta inte är inkluderat i prognoserna.

Lönsamhet



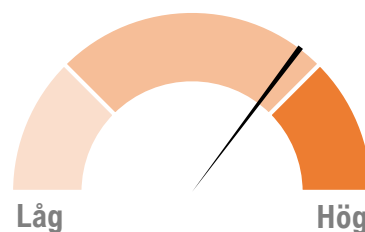
Cedergrenska har en god historik avseende lönsamhet och fritt kassaflöde (FCF), med en genomsnittlig EBITA- och FCF-marginal om 7,6 % respektive 6,1 % under de senaste sex åren. Till följd av hög inflation som primärt påverkade hyres- och matkostnader samt en släpande skolpengsrevidering minskade EBITA-marginalen till 4,3 % under räkenskapsåret 2022/23, en trend som sedan dess har vänt. Betyget är endast baserat på historik och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Nuvarande ledning och styrelse består av ett erfaret team med gedigen erfarenhet från den svenska utbildningssektorn. Det totala insynsägandet i Cedergrenska uppgår till ca 29,7 %, huvudsakligen bestående av de båda grundarna: nuvarande styrelseledamoten Niklas Pålsson (15,7 %) och styrelseordföranden Håkan Söderström (12,9 %), vilket ingjuter förtroende för att fortsatt skapa aktieägarvärde framgent.

Risk



Cedergrenska är exponerat mot politisk och regulatorisk risk, främst kopplad till förändringar i skolpengssystemet och reglering av fristående skolor. Skiftande politiska majoriteter kan påverka villkoren för finansiering, vinstutdelning och expansion. Den största reformen av skolsystemet sedan 1990-talet genomförs nu, där reformförslagen förväntas presenteras under år 2025. Utfallet är fortsatt osäkert och kan få betydande påverkan på sektorn och Cedergrenskas verksamhet.

Pågående skolreform förväntas stärka förtroendet för friskolebranschen

Den svenska utbildningssektorn genomgår för närvarande den mest omfattande revideringen sedan 90-talet, i syfte att skapa ett mer rättvist och transparent system. Merparten av initiativen förväntas presenteras år 2025, bl.a. innefattande en översyn av skolpengen, skärpta krav på kvalitetssäkring och större transparens. För etablerade aktörer såsom Cedergrenska välkomnas reformen, då den förväntas skapa en tryggare och mer långsiktig plattform för friskolor. Med en stark finansiell ställning, hög lärarbehörighet och omfattande operativa resurser är Cedergrenska väl positionerat att inte bara uppfylla de nya regelverken, utan även dra nytta av dem för att stärka Koncernens marknadsposition.

FRAGMENTERAD
MARKNAD
SKAPAR GODA
FÖRVÄRVS-
MÖJLIGHETER

Med över 1 000 huvudmän inom grund- och gymnasieskolan, varav ca 750 drivs i privat regi, och där 80–90 % av dessa enbart driver en skolenhet, är den svenska utbildningsmarknaden tydligt fragmenterad. Inom förskolan är denna struktur ännu tydligare, där ca 1 900 enskilda huvudmän verkar, varav 94 % av dessa endast driver en enhet. Detta skapar gynnsamma konsolideringsmöjligheter, särskilt i ljuset av de skärpta regelverken, då mindre aktörer kan få svårt att leva upp till de nya kraven, vilket öppnar upp för Cedergrenska att förvärva högkvalitativa skolenheter till attraktiva värderingsmultiplar.

Förutsägbara kassaflöden och bevisad lönsamhet

Cedergrenska erbjuder grundläggande samhällstjänster med en bestående efterfrågan, en affärsmodell som bygger på långvariga relationer med barn, elever och vårdnadshavare, vilket resulterar i en konjunkturokänslig verksamhet med stabila och förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden. Mellan åren 2018/19 – 2023/24 har Koncernen uppvisat solid tillväxt med en CAGR om ca 23 %, drivet såväl organiskt som via förvärv. Under samma period har EBITA-marginalen fluktuerat mellan 4–10 %, där de senaste årens inflationschock har hämmat marginalen till följd av släpande skolpengsrevideringar. Den kapitallätta affärsmodellen, präglad av negativt rörelsekapital och ett lågt investeringsbehov, genererar en hög *cash conversion* (>80 %), vilket skapar goda förutsättningar för fortsatt expansion, både organiskt och via förvärv, samt möjliggör en god utdelningskapacitet.

FÖRUTSÄGBARA
KASSAFLÖDEN

Förvärvet av Aprendere – breddar utbildningsutbudet och skapar långsiktiga tillväxtmöjligheter

Under Q2-24/25 förvärvades friskolekoncernen Aprendere – ett strategiskt förvärv som utgör ca 40 % av Koncernens intäkter LTM. Genom förvärvet breddas elevbasen med ca 1 850 elever, vilket stärker den geografiska närvaron i Stockholm med omnejd samt i Anderstorp, Hörby, Lund, Nyköping, Uppsala, Örebro och Östersund. Förvärvet breddar även intäktsbasen och utbildningsutbudet genom ökad exponering mot bl.a. anpassad grund- och gymnasieskola, resursskola och vuxenutbildning, där yrkesgymnasium utgör ett strategiskt tillväxtsegment.

Trots Aprenderes starka marknadsposition har lönsamheten hämmats under de senaste åren. Denna utveckling kan dels härledas till den sektorgemensamma inflationschocken, dels till en mindre genomsnittlig skolenhetsstorlek jämfört med Cedergrenska, vilket begränsar skalfördelarna. Vidare har Aprendere investerat i behöriga lärare, vilket har ökat driftskostnaderna (OPEX). Sammantaget har detta bidragit till en kontraktion i den justerade EBITA-marginalen, från 7,6 % år 2020/21 till 3,3 % år 2023/24. Framgent förväntas en uppreviderad skolpeng kompensera för tidigare inflationspåverkan, samtidigt som realiserade skalfördelar genom integration med Koncernens centrala stödfunktioner och synergier skapar förutsättningar för en återgång till historiska EBITA-marginaler om ca 5 %. Multipeln om ca 8,7x EBITA vid förvärvstidpunkten förväntas därmed snabbt reduceras, baserat på Aprenderes estimerade EBITA-resultat om ca 20 MSEK för år 2025/26 beräknas multipeln sjunka till ca 3,9x EBITA, en nivå Analyst Group anser attraktiv.

Utpräglad förvärvsstrategi

Cedergrenska har en tydlig förvärvsstrategi, där ca 70–80 % av dialogerna med potentiella förvärvsobjekt är av exklusiv karaktär, där säljare i större utsträckning prioriterar långsiktig kvalitet framför högsta möjliga köpeskilling. Genom en decentraliserad modell bibehåller de förvärvade skolenheterna sin lokala profil, samtidigt som de tar del av Koncernens centrala stödfunktioner, bl.a. avseende kvalitetssystem, ekonomi, HR och IT. I takt med att de centrala kostnaderna fördelas över en större elevbas skapas tydliga kostnads-synergier och skalfördelar, vilket resulterar i en effektivare kostnadsstruktur och starkare lönsamhetsprofil. Denna strategi förstärks av det så kallade *Cedergrenska-samarbetet*, som främjar kompetensutbyte och samverkan mellan skolor och lärare, höjer undervisningskvaliteten och skapar incitament för mindre aktörer att ansluta sig till Koncernen. Cedergrenska förväntas således kunna förvärva högkvalitativa aktörer till attraktiva multiplar (~4–5x EBITA), och vartefter enheterna konsoliderats med Koncernen uppnår de samma värdering som Cedergrenska, vilket skapar ett multipelarbiterage.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

aprendere
SKOLOR

DIVERSIFIERAR
INTÄKTERNA OCH
BREDDAR
UTBILDNINGS-
UTBUDET

70-80 % AV
FÖRVÄRVS-
DIALOGERNA ÄR
AV EXKLUSIV
KARAKTÄR

Pedagogen i fokus – framgångsrecept till en högkvalitativ undervisning

En nyckelfaktor bakom Cedergrenska's högkvalitativa undervisning är dess motto – "Pedagogen i fokus". Att rekrytera, utveckla och behålla skickliga lärare genom en långsiktig kompetensförsörjningsstrategi anses ofta avgörande för goda elevresultat. Engagerade och behöriga lärare stärker både akademiska prestationer och Koncernens varumärke, vilket ökar attraktiviteten för elever och vårdnadshavare. För att säkerställa detta investerar Cedergrenska i seniora förstelärare och upprätthåller en hög lärarbehörighet. Under år 2023/24 uppgick behörighetsgraden inom gymnasieskolan, Koncernens kärnområde, till 88 %, jämfört med det nationella snittet om ca 84 %. Det Cedergrenska-samarbetet inom Koncernen stärker modellen genom kunskapsutbyte och samverkan mellan skolor, vilket driver kontinuerlig förbättring och spridning av *best practices*. Denna strategi skapar en positiv spiral där hög lärarkompetens kan förbättra elevresultat och trivsel, stärka Koncernens rykte och öka efterfrågan på utbildningsplatser, där ambitionen är hög beläggningsgrad, god kostnadseffektivitet och därmed en robust, uthållig lönsamhet.

88 %
BEHÖRIGHETSGRAD
GYMNASIE-
SEGMENTET
2023/24

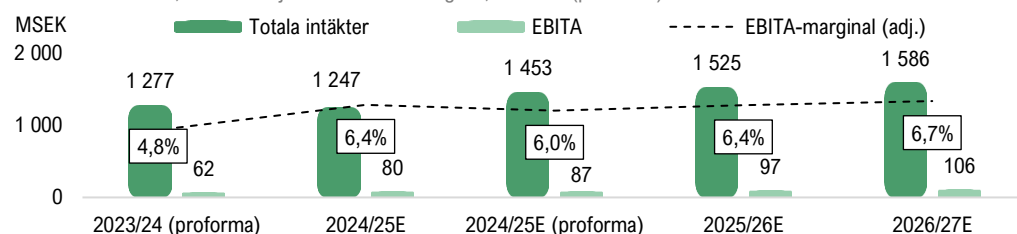
Finansiell prognos och värdering

Mellan år 2023/24 (proforma) och år 2026/27 estimeras Koncernens intäkter växa med en CAGR om 7,5 %, för att år 2026/27 uppgå till ca 1 586 MSEK. Förvärvet av Aprendere förväntas initialt belasta Koncernens lönsamhet till följd av en strukturellt lägre marginalprofil kopplad till mindre skolenheter, ökade driftskostnader till följd av tidigare hög inflation samt högre personalkostnader kopplade till stärkt lärarbehörighet. På sikt förväntas dock förbättrad beläggningsgrad, skalfördelar och synergier successivt stärka marginalerna. Aprendere estimeras uppnå en EBITA-marginal om 4,9 % år 2025/26, medan Koncernens totala marginal estimeras uppgå till 6,4 % under motsvarande period, drivet av effektiviseringsinitiativ och integration i de centrala stödfunktionerna.

6,4 %
EBITA-MARGINAL
2025/26E

I takt med att synergier och skalfördelar materialiseras estimeras en marginalexpansion.

Estimerade intäkter, EBITA och justerad EBITA-marginal, 2023/24 (proforma) – 2026/27



Källa: Analyst Groups prognoser

Med en applicerad målmultipel om EV/EBITA 7,5x på Cedergrenska's estimerade EBITA-resultat om ca 97 MSEK för år 2025/26, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 12,2 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, motiveras ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 653 MSEK, motsvarande 46,4 kr per aktie i ett Base scenario.

Kapitalstrukturens potential för värdeskapande

Cedergrenska's starka balansräkning skapar utrymme för kapitalallokering som kan driva ytterligare aktieägarvärde. Givet ett skuldsättningsmål om Nd/EBITDA 2x estimeras ett potentiellt förvärsutrymme om ca 87 MSEK i EBITDA, baserat på ett prognostiserat EBITDA om 115 MSEK för år 2025/26. Samtidigt illustrerar ett skuldfinansierat aktieåterköpsprogram, utifrån en mer balanserad nettoskuld om 1x EBITDA, en möjlig strategi för kapitaloptimering. Ett hypotetiskt återköpsprogram om ca 145 MSEK skulle kunna minska antalet utestående aktier från ca 14,1 miljoner till ca 9,8 miljoner. Detta skulle, allt annat lika, resultera i en VPA-ökning från 6,3 kr till 8,4 kr år 2025/26E, motsvarande en tillväxt om 34 %, vilket understryker potentialen i en mer optimerad kapitalstruktur.

Politiska och regulatoriska risker

Sedan skolreformen år 1992 har friskolesektorn varit en politiskt omdebatterad fråga, där diskussionen har skiftat från valfrihet och konkurrens till en ideologisk konflikt kring vinstbegränsningar, skolpengssystemet och ägarprövning. Polariseringen intensifieras ofta i samband med valrörelser, vilket ökar den politiska och regulatoriska osäkerheten. Den mest medialt uppmärksamade frågan rör vinstutdelningar, där debatten främst kretsar kring utdelningsbegränsningar för att motverka opportunistiska förvärv. Samtidigt har mer långtgående förslag, såsom ett totalförbud mot vinstuttag, lyfts, men tidigare försök att begränsa vinster har visat sig juridiskt och ekonomiskt utmanande. Likväl bör investerare följa debatten noggrant, då politiska beslut kring skolpeng och vinstuttag kan ha en materiell påverkan på Cedergrenska's verksamhet.

EN OPTIMERAD
KAPITALSTRUKTUR
FÖRVÄNTAS
SKAPA BETYDANDE
MERVÄRDE

POTENTIELLA
BESLUT KAN FÅ
EN MATERIELL
PÅVERKAN

14,6 %
TILLVÄXT Y-Y
Q2-24/25

Robust tillväxt inom gymnasiesegmentet – primärt drivet av förvärv

Under det andra kvartalet av det brutna räkenskapsåret 2024/25, avseende perioden oktober till december, uppgick Cedergrenska totala intäkter till ca 257,4 MSEK (224,6), motsvarande en tillväxt om 14,6 % Y-Y. Den starka tillväxten härrör primärt från förvärven av de tre enheterna Nyköpings Enskilda Gymnasium, Psykologigymnasiet samt Margarethaskolans Grundskola. Den organiska tillväxten hade en marginellt positiv inverkan, främst drivet av en högre skolpeng. Antalet barn och elever uppgick i snitt under Q2-24/25 till ca 7 680 (exkl. Apendere), vilket motsvarar en tillväxt om ca 13 % Y-Y, vilket primärt är drivet av förvärv. En närmare analys av segmenten visar dock att förskolan och grundskolan minskat sin elevbas med ca 5 % respektive ca 4 % Y-Y, främst till följd av något lägre barnkullar.

Implementerade effektivitetsåtgärder har burit frukt

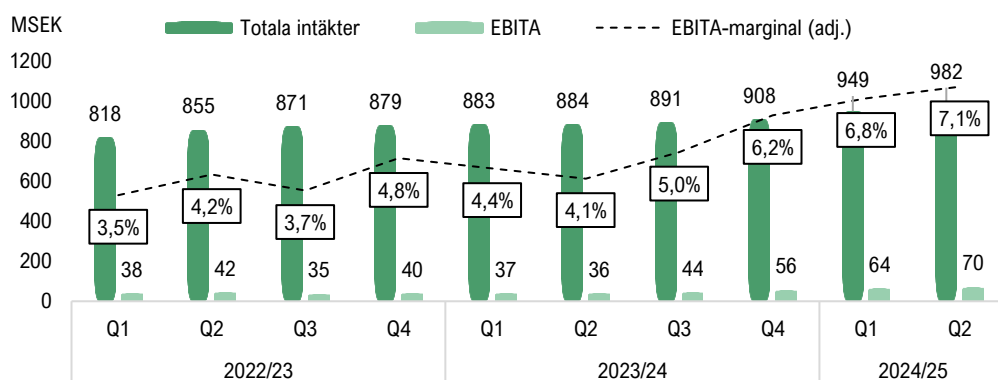
Cedergrenska levererade ett EBITA-resultat om ca 18,9 MSEK (12,9) under Q2-24/25, motsvarande en EBITA-marginal om 7,4 % (5,7), motsvarande en EBITA-tillväxt om hela 47 % Y-Y. Den starka lönsamhetsförbättringen bekräftar att de effektiviseringsprojekt som Koncernen initierade under Q1-23/24, med målet att minska kostnaderna med minst 20 MSEK årligen, har burit frukt. Åtgärderna har bl.a. omfattat personalminskningar på huvudkontoret, anpassning av verksamheterna till skolpengen, utrullning av Cedergrenska Mat samt översyn av avtal, där vissa tjänster, såsom lokalvård, har flyttats till intern hantering. Det sistnämnda initiativet har fallit väl ut, då utvärderingar visar att skolenheterna är mer nöjda med den interna lokalvården, samtidigt som kostnaderna sänkts med ca 10 % jämfört med extern lokalvård. Beträffande Cedergrenska Mat har Koncernen nått full tillagningskapacitet genom tre storskaliga tillverkningskök, vilka nu förser ca 50 % av Koncernens (inkl. Apendere) barn och elever med vällagade och hälsosamma skolmåltider.

7,4 %
EBITA-MARGINAL
Q2-24/25

I en efterföljande rapportintervju, vilken kan ses [här](#), betonar Niklas Pålsson, grundare-, storägare och nuvarande styrelseledamot, att integrationen av de tre förvärvade enheterna ytterligare bidragit till den förbättrade lönsamheten Y-Y, bl.a. genom att skalfördelar realiserats via Koncernens centrala stödfunktioner. Niklas lyfter även fram att Cedergrenska har erhållit något högre ersättning än förväntat för Koncernens resursskolor, primärt inom Helleborusskolan, vilket är ytterligare en bidragande orsak till den starka EBITA-marginalen under kvartalet.

Koncernens EBITA-marginal LTM har uppvisat en stigande trend under de senaste två åren.

Totala intäkter, EBITA-resultat och justerad EBITA-marginal, LTM-basis 2022/23-2024/25



Källa: Cedergrenska

2,8 %
UPPREVIDERAD
SKOLPENG
STORSTHLM

Efter periodens utgång har den årliga revideringen av skolpengen genomförts, och då Cedergrenska har en hög exponering mot gymnasieverksamheten i Stockholms län, där Storsthlm fastställer skolpengen för regionens gymnasieskolor, utgör deras revidering en god indikator för Koncernens övergripande justering av skolpengen. För år 2025 har Storsthlm beslutat om en upprevidering om ca 2,8 %, vilket förväntas ha en positiv effekt på Cedergrenska totala intäkter samt lönsamhet under kommande kvartal. Då skolpengen revideras i januari, medan löneavtal omförhandlas i september och hyreskostnader justeras utifrån inflationsbaserat KPI-index, skapas en inbyggd eftersläpningseffekt. Denna effekt, i kombination med den 2,8-procentiga upprevideringen, förväntas gynna Cedergrenska under andra halvan av år 2024/25. Mot bakgrund av detta bedömer Analyst Group att Cedergrenska har goda förutsättningar för fortsatt stark lönsamhet under kommande kvartal, drivet av den positiva skolpengsökningen.

Förvärvet av Aprendere

Cedergrenska tog under det andra kvartalet ett betydande strategiskt kliv, då Koncernen förvärvade Aprendere, vilket markerar Cedergrenska's hittills största förvärv. Genom förvärvet blir Cedergrenska huvudman till ytterligare 18 skolor med ca 1 850 elever, vilket breddar den geografiska närvaron och Koncernens utbildningsutbud, samtidigt som förvärvet leder till mer diversifierar intäktsströmmarna. Aprendere, som grundades år 2008, bedriver idag verksamhet från Lund i söder till Östersund i norr, med särskilt stark närvaro inom gymnasieskolan. Skolportföljen omfattar grundskolor, anpassad utbildning, gymnasieskolor, resursskolor och vuxenutbildning, med en betydande del av verksamheten koncentrerad till Stockholms län. Ett av de senaste tillskotten, Hörby Yrkesgymnasium, understryker ambitionen att expandera inom yrkesutbildning, ett segment som förväntas stå inför stark tillväxt framgent.

Anpassade skolor, d.v.s. enheter med en undervisningsmiljö särskilt utformad för elever med olika typer av funktionsvariationer eller särskilda behov, är ett nytt segment för Cedergrenska. Vidare skapar förvärvet en större exponering mot yrkesgymnasium, ett segment som förväntas stå inför stark tillväxt framgent, bl.a. drivet av regeringens aktiva satsning på att öka yrkesutbildningarnas attraktionskraft för elever i syfte att möta arbetsmarknadens framtida behov.

Cedergrenska har ett mål om årligt EBITA-tillskott från förvärvet av Aprendere om minst ca 20 MSEK, inklusive totala årliga nettosynergier om ca 4 MSEK från och med räkenskapsåret 2026/27. För att maximera synergierna stärks stödet till Aprenderes rektorer och den centrala stödfunktionen, vilket förväntas frigöra mer tid för pedagogerna att utveckla undervisningen och därigenom höja utbildningskvaliteten. Aprendere har konsoliderats från och med 1 januari 2025 (Q3-24/25), och den fullständiga integrationen beräknas vara färdig till hösten år 2026.

Starkt kassaflöde och en svällande nettokassa

Det fria kassaflödet (FCF) uppgick under det andra kvartalet till ca 21 MSEK (11,9), vilket kan häledas till ett starkt rörelseresultat i kombination med en gynnsam förändring av rörelsekapitalet. På LTM-basis uppgår FCF till ca 74,6 MSEK, motsvarande en FCF-marginal om 7,6 %. Cedergrenska verkar med en kapitallätt affärsmodell, kännetecknad av negativt rörelsekapital, då skolpengen betalas ut i förskott, samt ett lågt investeringsbehov. Detta resulterar i en hög cash conversion (FCF exkl. förvärv i förhållande till EBITA), som under Q2-24/25 uppgick till 106 %, vilket är avsevärt högre än det historiska genomsnittet om strax över 80 %. Med anledning av Koncernens starka kassaflödesgenerering har kassan ökat under kvartalet, från ca 41,6 MSEK vid utgången av september 2024 till ca 67,2 MSEK vid utgången av december 2024. Med Cedergrenska's räntebärande skulder om ca 37,6 MSEK i beaktning uppgick således nettokassan vid utgången av Q2-24/25 till ca 29,6 MSEK.

Cedergrenska betonar i rapporten att arbetet med att adressera och optimera Koncernens överskottskapital och nuvarande kapitalstruktur fortlöper, där Koncernen förväntas presentera planerade åtgärder senast i slutet av innevarande räkenskapsår. Målsättningen är att nå en optimal kapitalstruktur som säkerställer lägst kostnad för det rörelsekapital som skolenheterna behöver och som samtidigt ger bäst förutsättningar för Koncernens framtida investeringar, där nettoskulden maximalt får uppgå till 2x EBITDA.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Cedergrenska presenterar en solid rapport, där den betydande lönsamhetsförbättringen bekräftar att Koncernens genomförda effektiviseringsåtgärder har gett tydliga resultat och skapat en stark plattform för lönsam tillväxt framgent. Det transformativa förvärvet av Aprendere breddar Koncernens geografiska närvaro och utbildningsutbud, samtidigt som det stärker exponeringen mot yrkesgymnasium, ett segment med goda tillväxtutsikter. Med en väletablerad plattform och gedigen erfarenhet av att integrera skolenheter inom det Cedergrenska paraplyet, står Koncernen väl rustad att realisera synergieffekter och skalfördelar genom de centrala stödfunktionerna. Detta skapar förutsättningar för att successivt återföra Aprendere till dess historiska lönsamhetsnivåer, vilket Analyst Group bedömer kommer att stärka Cedergrenska's långsiktiga marknadsposition. Samtidigt möjliggör Koncernens starka kassaflödesgenerering och växande nettokassa finansiell flexibilitet för fortsatta tillväxtinvesteringar i den befintliga verksamheten samt potentiella förvärv. Med ett pågående arbete för att optimera kapitalstrukturen ser Analyst Group dessutom ytterligare potential för värdeskapande åtgärder framöver.

MÅL OM MINST
20 MSEK
I ÅRLIGT EBITA-
TILLSKOTT

106 %
CASH CONVERSION
Q2-24/25

CEDERGRENSKA

Historik - från enskild skola till ledande utbildningskoncern

Cedergrenska reser sin början år 2007 när Tibble Gymnasium övergick från kommunal till privat regi. År 2011 skedde ett ägarbyte, där den tillträdande rektorn Håkan Söderström, numera styrelseordförande, och dåvarande ekonomi- och historieläraren Niklas Pålsson, idag arbetande styrelseledamot, tog över verksamheten. Under 2010-talet präglades skolan av en tydlig kvalitetsdriven strategi, där initiativ såsom Sveriges första traineeprogram för nyexaminerade pedagoger stärkte undervisningen och varumärket.

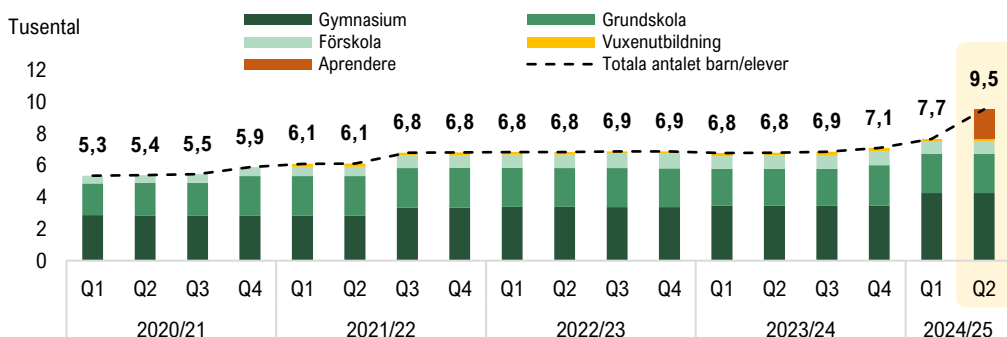
År 2018 markerade starten på en expansiv tillväxtresa, där Cedergrenska genom strategiska förvärv breddade Koncernens utbildningsutbud genom etablering inom nya segment. Betydande förvärv såsom Fredsborgskolan (2019), Marina Läroverket (2020), Helleborusskolan (2021) och Växjö Fria Gymnasium (2022) möjliggjorde en geografisk och pedagogisk expansion, vilket positionerade Cedergrenska som en alltmer inflytelserik aktör inom sektorn.

Expansionstakten intensifierades ytterligare under år 2024/25, då Cedergrenska förvärvade skolkoncernen Aprendere, vilket markerar Koncernens hittills största förvärv. Med 18 nya skolor och ca 1 880 elever stärker förvärvet Cedergrenska närvaro och kapacitet. Vidare har verksamheten breddats genom förvärvet av David Ebbesen AB, numera Cedergrenska Mat, som i dagsläget tillgodoser ca 70 % av Koncernens barn och elever (exkl. Aprendere) med högkvalitativa måltider via tre storskaliga tillverkningskök.

Genom strategisk expansion och verksamhetsutveckling har Cedergrenska vuxit från en enskild gymnasieskola till en av Sveriges snabbast växande utbildningskoncerner, med ca 9 500 barn och elever från förskola till vuxenutbildning (inkl. Aprendere). Majoriteten av verksamheterna är belägna i Stockholm, men koncernen har även geografisk närvaro i Växjö, Knivsta och Nyköping. I samband med förvärvet av Aprendere stärktes närvaron ytterligare i Stockholm med omnejd samt i Anderstorp, Hörby, Lund, Nyköping, Uppsala, Örebro och Östersund.

Den stadiga elevtillväxten härrör dels från organisk expansion och ökad beläggningsgrad, dels från förvärv.

Antalet barn och elever inom respektive skolform, 2020/21 – 2024/25¹



Källa: Cedergrenska

¹Aprendere konsolideras i början av Q3-24/25, men om elevbasen inkluderades redan i Q2 skulle antalet barn och elever uppgå till ca 9 500

Pedagogen i fokus

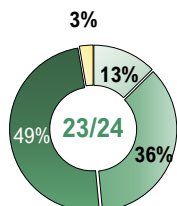
En central beståndsdel i Cedergrenska strategi och framgång avseende undervisning och attraktionskraft är fokuset på pedagogens roll för att säkerställa hög utbildningskvalitet och ett starkt varumärke. Genom att rekrytera, behålla och utveckla erfarna och behöriga lärare, med särskilt fokus på att öka andelen förstelärare, d.v.s. erfarna pedagoger med specialistkompetens och en central roll i undervisningen, stärker Koncernen både undervisningskvaliteten och skolornas attraktionskraft. Utöver att rekrytera rätt kompetens arbetar Cedergrenska aktivt med att skapa en uppskattad och hållbar arbetsmiljö där pedagogerna får rätt förutsättningar att fokusera på undervisningen. Genom centrala stödfunktioner minimeras administrativa uppgifter, vilket frigör tid för lärarna att ägna sig åt pedagogisk utveckling. Detta stärker inte bara kvaliteten på undervisningen utan bidrar också till att Koncernen anses vara en attraktiv arbetsgivare.

Andelen behöriga lärare inom Cedergrenska är över genomsnittet i jämförelse med svenska gymnasieskolor, där 88 % av Cedergrenska lärare var legitimerade år 2023/24, att jämföra med snittet om 84,2 %. Beträffande grundskolan har Cedergrenska dock en något lägre behörighetsgrad jämfört med genomsnittet som uppgick till 71,5 % år 2023/24, även och Koncernen har uppvisat en stark ökning från 62 % år 2021/22 till 71 % år 2023/24.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Elever per segment
(exkl. Aprendere)

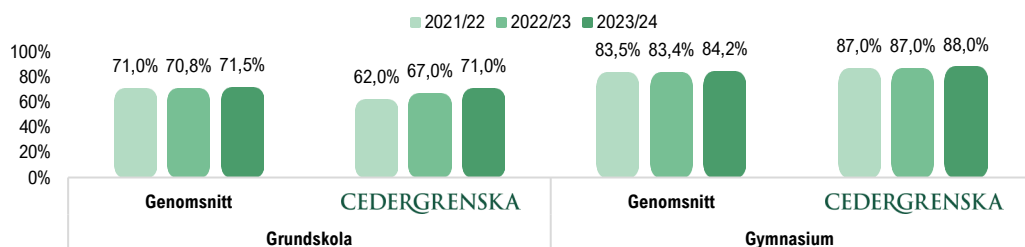
■ Förskola ■ Grundskola
■ Gymnasium ■ Vuxenutb.



KOMPETENTA
PEDAGOGER
ÄR EN
NYCKELFAKTOR

Cedergrenska har en högre andel behöriga lärare inom gymnasium, men strax under snittet inom grundskola.

Andel legitimerade lärare inom grundskola och gymnasium, 2021/22 – 2023/24



Källa: Skolverket och Cedergrenska

Ytterligare en faktor som bidrar till både hög utbildningskvalitet och Cedergrenskas attraktionskraft som arbetsgivare är det **Cedergrenska-samarbetet**. Konceptet är utformat för att främja samverkan och erfarenhetsutbyte mellan pedagoger, vilket avser skapa en dynamisk lärandemiljö. Genom ett nära samarbete mellan skolenheterna möjliggörs utbyten där exempelvis ämneslärare inom Koncernen samverkar för att dela erfarenheter och pedagogiska metoder. Genom att aktivt uppmuntra kunskapsdelning och bästa praxis skapas en positiv spiral där hög lärarkompetens kan leda till bättre elevresultat, ökad trivsel och stärkt attraktionskraft gentemot pedagoger, elever och vårdnadshavare.

Intäktmodell – Skolpeng

Friskolor finansieras på samma villkor som kommunala skolor genom skolpengen, vilket innefattar ett grundbelopp per elev som täcker undervisning, skolmåltider och elevhälsa. Skolpengen skiljer sig beroende på skolform och program, där exempelvis yrkesprogram i gymnasiet får högre ersättning än högskoleförberedande program på grund av högre driftskostnader. Resursskolor erhåller också högre ersättning för att täcka kostnader för specialanpassad undervisning, mindre elevgrupper och särskilt stöd. Kommuner kan bevilja tilläggsbelopp och strukturstöd för elever med särskilda behov, vilket skapar variationer i ersättningsnivåerna. I Stockholms län fastställs skolpengen för gymnasieskolor gemensamt av Storsthlm, en samarbetsorganisation för regionens kommuner, medan ersättningen för förskolor och grundskolor beslutas av varje kommun, vilket skapar geografiska skillnader för intäktsnivåerna.

Skolpengen revideras årligen och justeras i januari, vilket ger en viss transparens i intäktsutvecklingen. Revideringen av skolpengen styrs av kommunala budgetprioriteringar, kostnadsutvecklingen inom skolverksamheten samt politiska beslut på lokal och nationell nivå. Justeringen baseras ofta på faktorer såsom löneutveckling för lärare, inflation och förändringar i skolans driftskostnader, men i och med att kommunens budgetprioriteringar påverkar ersättningsnivåerna kan lönsamheten variera från kommun till kommun. Cedergrenskas intäkter är således direkt kopplade till elevantalet och nivån på skolpengen, vilket gör elevrekrytering och kapacitetsutnyttjande centralt för lönsamheten.

Skolpengen för gymnasieskolor inom Stockholms län (Storsthlm) uppreviderades med 2,8 % för år 2025. Under åren 2022–2023 var ökningen däremot begränsad till 1,5–1,8 %, trots en kraftigt stigande inflation. Denna diskrepans skapade en eftersläpningseffekt som pressade marginalerna inom sektorn. År 2024 skedde dock en kompensatorisk revidering, då skolpengen höjdes med 3,4 %. Givet Cedergrenskas betydande exponering mot gymnasieskolor i Stockholms län utgör Storsthlms revideringar en tillförlitlig indikator på Koncernens förändringar i skolpeng.

Genom högkvalitativ undervisning och effektiv hantering av centrala stödfunktioner kan överskott genereras.

Förenklad illustration av Cedergrenskas intäktmodell (skolpengen)

**Skolpeng fastställs**

Kommunen fastställer skolpeng per elev

Skolpeng betalas ut

Huvudmannen erhåller ett grundbelopp per elev

Resursanvändning

Personal, hyra, skolmat, undervisningsmaterial, centrala funktioner, etc.

Vinstgenerering

Effektiv resursanvändning och centrala stödfunktioner skapar lönsamhet

Källa: Analyst Groups illustration

Kommunerna har huvudansvaret för finansiering av skolverksamheten, samtidigt som staten kompletterar med riktade statsbidrag, vilka syftar till att stärka specifika områden såsom kvalitet, lärarlöner och elevhälsa. År 2020 utgjorde statsbidragen ca 8,5 % av grundskolans finansiering och 4,4 % av gymnasieskolans.¹ I Cedergrenska fall redovisas statsbidragen under posten övriga rörelseintäkter, vilken historiskt har legat inom spannet 5-8 % av nettoomsättningen.

Sedan år 2019/20 har Cedergrenska genomsnittliga skolpeng gradvis ökat, från strax under 90 tSEK per barn/elev till drygt 120 tSEK år 2023/24. Denna uppgång reflekterar delvis en förändrad skolformssammansättning, där Koncernens förvärv av programspecifika gymnasieskolor och yrkeshögskolor har resulterat i en högre genomsnittlig ersättning per elev. För att sätta detta i perspektiv uppgick, enligt Skolverkets riksprislista, grundbeloppet för en gymnasieelev inom ekonomiprogrammet år 2024 till 97,7 tSEK. Ytterligare ett exempel är ersättningen inom Naturbruksprogrammet, vilken varierar mellan 230–313 tSEK per elev, en tydlig illustration av skillnaderna i skolpeng mellan program och utbildningsinriktningar.

Kostnadsstruktur

Cedergrenska kostnadsstruktur domineras av personalkostnader, vilka utgör ca 60–66 % av nettoomsättningen, vilket omfattar löner, sociala avgifter samt pensionsavsättningar för pedagogisk och administrativ personal. Den näst största kostnadsposten utgörs av övriga externa kostnader (ca 23–24 %), där lokalhyror och läromedel är de mest betydande komponenterna. Skolmåltider utgör ytterligare en central kostnads-komponent och representerar ca 10–12 % av nettoomsättningen. Sektorn uppvisar vissa säsongsmönster, där det första kvartalet vanligtvis är årets svagaste till följd av att en stor andel elevrelaterade kostnader belastar resultatet. Det tredje kvartalet, som inleds i januari på grund av Cedergrenska brutna räkningsår (juli–juni), tenderar att vara det starkaste vad gäller lönsamhet, då den årliga skolpengsrevideringen temporärt stärker marginalerna.

En stor del av kostnadsbasen är av fast karaktär, särskilt hyreskostnader och, till viss del, personalutgifter. Exempelvis kräver en skolklass med kapacitet för 30 elever i stort sett samma lokalutrymme och lärarresurser som en klass med 25 elever, vilket innebär att beläggningsgraden är en central faktor för lönsamheten, då fasta kostnader fördelas på fler elever vid högre kapacitetsutnyttjande. Noterbart är dock att lönsamheten inte direkt korrelerar med ersättningsnivån, det vill säga att en högre skolpeng per elev inte nödvändigtvis innebär högre lönsamhet, och vice versa. Skolpengen är avsedd att täcka undervisningens driftkostnader, vilket innebär att lönsamhet främst drivs av hög beläggningsgrad samt skalfördelar genom effektivt nyttjande av centrala stödfunktioner. Cedergrenska tillämpar en decentraliserad organisationsstruktur där varje skolenhet har ett operativt ansvar men med stöd av centrala stödfunktioner såsom servicetekniker, kvalitetssystem samt ekonomi-, HR- och IT-avdelningar. Genom att sprida dessa centrala kostnader över en större elevbas uppnår Koncernen skalfördelar, vilket möjliggör en effektiv kostnadsstruktur och en högre lönsamhetsprofil.

Strategiska utsikter och finansiella mål

Integrationen av Aprendere utgör en central strategisk prioritering under år 2025, där fokus ligger på att effektivt integrera centrala stödfunktioner samt slå ihop huvudkontoren.

Cedergrenska finansiella mål ska nås dels genom en organisk utveckling, dels genom förvärv.

Långsiktiga finansiella mål



Källa: Cedergrenska

¹<https://www.regeringen.se/regeringens-politik/utbildningsdepartementets-samlade-budgetsatsningar/regeringen-gor-stora-budgetsatsningar-pa-skolan-2024/>

PERSONAL-
KOSTNADER
UTGÖR STÖRSTA
KOSTNADSPOSTEN

CENTRALA
STÖDFUNKTIONER
MÖJLIGGÖR
SKALFÖRDELAR

Attraktiv förvärvsstrategi

Cedergrenska har etablerat en tydlig och bevisad förvärvsstrategi som grundar sig i selektiva och exklusiva dialoger med potentiella förvävsobjekt. Genom att erbjuda starka centrala stödfunktioner och samtidigt låta de förvärvade skolorna behålla sin lokala profil, möjliggörs en smidig integration där pedagogerna kan fokusera helt på undervisningen. Koncernens attraktiva arbetsgivarprofil förstärks ytterligare genom möjligheter till kompetensutbyte och samverkan mellan skolor, vilket både höjer undervisningsnivån och ökar incitamenten för mindre aktörer att ansluta sig. Att ca 70–80 % av alla förvävsdialoger är exklusiva, d.v.s. sker i direkt dialog med Cedergrenska utan extern konkurrens, vittnar om att skolorna aktivt söker sig till Cedergrenska för att säkerställa sin fortsatta existens, behålla sin lokala profil och samtidigt ta del av Koncernens resurser och breda nätverk. Detta skapar gynnsamma förutsättningar för en framgångsrik integration, där långsiktig kvalitet och samarbetsfördelar prioriteras framför högsta möjliga köpeskilling.

Förvärvshistorik				
Skola	Skolform	Förvävsår	Ort	Barn / elever
Tibble Gymnasium	Gymnasium	2011	Kista/Täby	1 930
Täby Friskola	Grundskola	2012	Täby	1 000
Almaskolan	Grundskola	2018	Stockholm stad	90
Stockholms Idrottsgymnasium	Gymnasium	2018	Stockholm stad	380
Fredsberg Förskola	Förskola	2019	Österåker	240
Fredsbergskolan	Grundskola	2019	Österåker	890
Täby Förskola	Förskola	2019	Täby	470
Marina Läroverket	Gymnasium	2020	Danderyd	500
Yrkeshögskolan Marina Läroverket	Yrkeshögskola	2020	Danderyd	70
Helleborusskolan	Grundskola	2021	Täby/Österåker	460
Margarethaskolans Förskola	Förskola	2022	Knivsta	70
Spira Förskolor	Förskola	2022	Stockholm stad	150
Växjö Fria Gymnasium	Gymnasium	2022	Växjö	560
Växjö Fria Vuxenutbildning	Vuxenutbildning	2022	Växjö	80
Lusens förskoleverksamhet	Förskola	2022	Täby	35
Cedergrenska Mat AB (fd. David Ebbesen AB)	Skolmat	2024	Stockholm stad	N/A
Nyköpings Enskilda Gymnasium	Gymnasium	2024	Nyköping	500
Psykologigymnasiet	Gymnasium	2024	Solna	170
Aprendere	Utbildningskoncern	2024	Flertalet orter	1 880

3,0–8,7x EBITA
HISTORISK
FÖRVÄRVS-
MULTIPEL

Fragmenterad marknad skapar goda förvärvsmöjligheter

En rapport från Skolverket visar att det i dagläget finns över 1 000 huvudmän inom grund- och gymnasieskolan, varav ca 750 är enskilda huvudmän. Trots att 75 % är enskilda huvudmän, råder det stora skillnader mellan kommunala och fristående aktörer, där kommunerna generellt driver flera enheter, vilket illustreras av att 90 % av enskilda huvudmän i grundskolan och 80 % i gymnasieskolan endast driver en skola.¹ Inom förskolan fanns det hösten 2023 knappt 2 200 huvudmän i Sverige, varav ca 1 900 var enskilda huvudmän. Här är fragmenteringen än mer påtaglig, 94 % av de enskilda huvudmännen driver endast en förskola.² Den svenska utbildningsmarknaden är således kraftigt fragmenterad, med ca 640 enskilda huvudmän inom grund- och gymnasieskolan och 1 800 inom förskolan som endast driver en enhet, vilket skapar betydande konsolideringsmöjligheter framgent.

Cedergrenska är väl positionerat som en stabil och långsiktig partner för huvudmän utan resurser att hantera ökade regulatoriska krav och kvalitetsstandarder. Samtidigt förväntas skärpta regelverk kring kvalitetskontroll, transparens och insyn öka kostnader och medföra operativa utmaningar för mindre aktörer, vilket innebär behov av att bland annat:

- Rekrytera fler behöriga lärare för att uppfylla nya kvalitetsstandarder.
- Implementera kvalitetsuppföljande mjukvarusystem för systematisk utvärdering och resultatuppföljning.
- Stärka administrativa funktioner för att hantera utökade krav på rapportering, elevuppföljning och insyn.

¹<https://www.skolverket.se/publikationsserier/rapporter/2024/enskilda-huvudman-i-grund--och-gymnasieskolan>

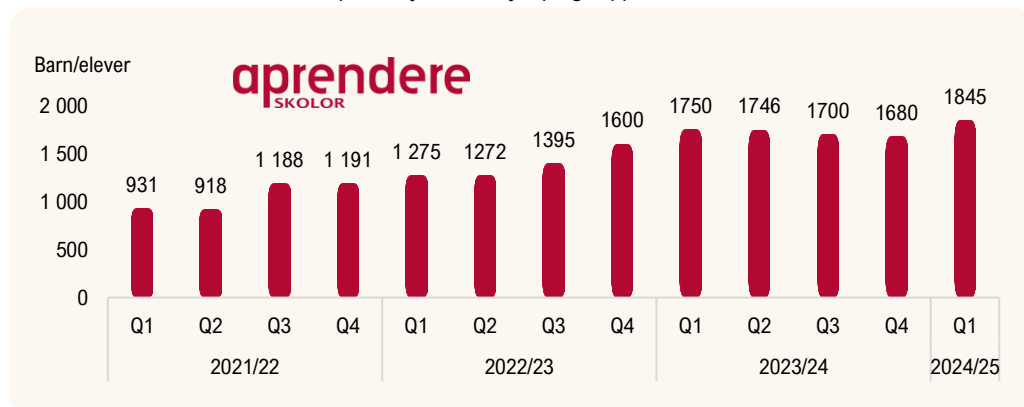
²<https://www.skolverket.se/publikationsserier/beskrivande-statistik/2024/barn-och-personal-i-forskola---hosten-2023>

Genom att identifiera välskötta men mindre aktörer med bristande skalfördelar, skapas möjligheter till strategiska förvärv till attraktiva multiplar, samtidigt som de förvärvade enheterna får tillgång till omfattande stödfunktioner och operativa resurser. Cedergrenska förväntas således kunna förvärva högkvalitativa aktörer till attraktiva multiplar, och vartefter enheterna konsoliderats med Koncernen uppnår de samma värdering som Cedergrenska, vilket skapar ett multipelarbiterage. Koncernens storlek och marknadsposition ger dessutom en tydlig konkurrensfördel, då Cedergrenska kan genomföra förvärv som är för små för att attrahera större aktörer såsom AcadeMedia, samtidigt som Koncernens finansiella styrka och operativa resurser överträffar mindre aktörer som konkurrerar om samma förvärvsobjekt.

Aprendere

Aprendere har sedan starten år 2008 utvecklats till en etablerad aktör inom svensk utbildning, genom en kombination av strategiska förvärv och organisk expansion. Med verksamhet från Lund i söder till Östersund i norr bedriver Aprendere idag 18 skolor och utbildar ca 1 880 barn och elever, med störst närvaro inom gymnasieskola. Verksamheten spänner över grundskola, anpassad utbildning, gymnasieskola, resursskola och vuxenutbildning och merparten av skolorna är belägna i Stockholms län med omnejd, men verksamhet finns även i Anderstorp, Hörby, Lund, Nyköping, Uppsala, Örebro och Östersund.

APRENDERE
BREDDAR DEN
GEOGRAFISKA
NÄRVARON



Nya enheter har kontinuerligt adderats till skolportföljen, med fokus på både teoretiska och yrkesinriktade utbildningar. Det senaste tillskottet, Hörby Yrkesgymnasium, speglar ambitionen att stärka positionen inom yrkesutbildning – ett segment som förväntas stå inför stark tillväxt framgent. Variationen i utbildningsformer och pedagogiska inriktningar balanseras av en gemensam värdegrund, där mångfald, flexibilitet och elevutveckling står i centrum.

Aprendere förvärvades under Q2-24/25 till en köpeskilling om ca 78 MSEK. Vid förvärvstillfället uppgick skolkoncernens totala intäkter till ca 378 MSEK med ett justerat EBITA-resultat om 9 MSEK, vilket motsvarar en förvärvsmultipl om 8,7x EBITA. Det bör understrykas att rörelsemarginalen vid förvärvet var pressad, främst till följd av den sektorgemensamma inflationschocken och släpande skolpengsrevideringar. Vidare har Aprendere en mindre genomsnittlig skolenhetsstorlek jämfört med Cedergrenska, vilket enskilt begränsar skalfördelarna. Investeringar i behöriga lärare har även resulterat i en ökande kostnadsmassa på rörelsenivå, vilket sammantaget har bidragit till att den justerade EBITA-marginalen minskat från 7,6 % år 2020/21 till 3,3 % år 2023/24. Under kommande år förväntas en uppreviderad skolpeng kompensera för tidigare inflationschock, samtidigt som realiserade synergier och skalfördelar genom Koncernens centrala stödfunktioner estimeras leda till en återgång till historiska EBITA-marginaler om ca 5 %. Baserat på Analyst Groups estimat avseende intäkter och rörelsemarginal för Aprendere år 2025/26 samt 2026/27, sjunker förvärvsmultiplerna till 3,9x respektive 3,3x EBITA, och anses därmed illustrera att Aprendere förvärvades till en attraktiv multipl, förutsatt en återgång till mer normaliserade lönsamhetsnivåer.

Geografisk närvaro



18
SKOLOR



1 880
BARN/ELEVER



Friskolors marknadsposition

Fristående skolor är en central del av det svenska utbildningslandskapet. Till skillnad från många andra länder har Sverige ett enhetligt skolsystem, där friskolor och kommunala skolor verkar under samma regulatoriska ramverk och följer samma läroplaner. Finansieringen sker genom skolpeng, vilket innebär att friskolor inte får ta ut avgifter från eleverna.

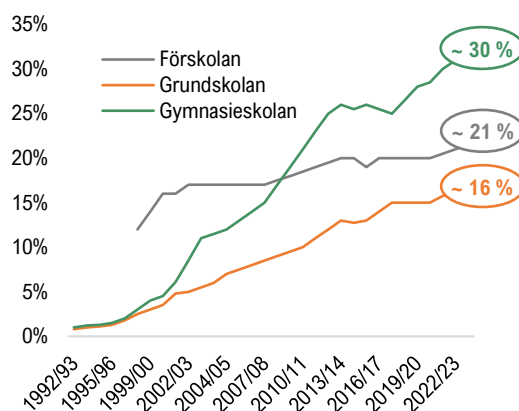
Friskolereformen, implementerad år 1992, markerade en strukturell förändring genom att möjliggöra ökad valfrihet inom utbildningssektorn. Sedan dess har skolor bedrivits av både kommunala och privata aktörer, och genom att tillåta elever att nyttja skolpengen oavsett huvudmannaskap skapades förutsättningar för ett mer diversifierat och konkurrensutsatt skolsystem. Reformen innebar även att närhetsprincipen, där elever tilldelades skolplatser baserat på geografisk närhet, ersattes av det fria skolvalet. Detta gav vårdnadshavare och elever möjligheten att själva välja och ansöka till den skola som bäst motsvarar deras behov och önskan. Sedan reformens införande har andelen friskolor ökat väsentligt, vilket har bidragit till en förändrad marknadsdynamik där alternativa utbildningsaktörer har fått en starkare ställning.

Ökad andel barn och elever väljer friskolor

Enskilda huvudmän står för en växande andel av det svenska skolsystemet och ansvarar för allt fler barn och elever. I dagsläget går över 430 000 barn och elever i fristående förskolor, grundskolor och gymnasieskolor, motsvarande ca 20 % av den totala barn- och elevpopulationen i Sverige, som uppgår till drygt två miljoner. År 2023/24 uppgick andelen elever i fristående gymnasieskolor till ca 30 %, medan andelen barn och elever i fristående för- och grundskolor uppgick till ca 21 % respektive 16 %. Denna utveckling markerar en betydande ökning sedan friskolereformen, vilket understryker fristående skolors etablerade roll i det svenska utbildningslandskapet.

~ 30 %
AV GYMNASIE-
ELEVERNA 2023/24
GICK I FRISTÄENDE
SKOLOR

Andelen barn/elever på friskolor



Marknadspenetrationen varierar dock avsevärt mellan regioner, där storstadsområden och deras tillhörande kranskommuner har en högre andel fristående skolor. Vidare är andelen elever i fristående gymnasieskolor, vilket utgör Cedergrenska's primära segment, betydligt högre än i för- och grundskolan, främst drivet av strukturella och regulatoriska faktorer. Bland annat präglas gymnasieskolan av en högre grad av valfrihet, där elever inte är geografiskt bundna till en viss skola på samma sätt, vilket skapar en större marknad för fristående aktörer. Samtidigt är etableringsbarriärerna lägre än inom grundskolan, där kommunal skolplanering ofta begränsar nyetableringar. Friskolor inom gymnasiet har även kunnat kapitalisera på den ökade efterfrågan inom specialiserade utbildningar och profilerade program, vilket har stärkt deras konkurrenskraft. Därtill möjliggör större elevgrupper och skalfördelar en mer effektiv resursallokering, vilket har bidragit till segmentets tillväxt. Genom att fördela fasta kostnader såsom lokaler, administration och lärarresurser över en större elevbas minskar kostnaden per elev, vilket frigör kapital för investeringar i kvalitet, programutbud och marknadsföring.

Demografisk utveckling

Även om Cedergrenska erbjuder grundläggande samhällstjänster med en solid och konjunkturokänslig efterfrågan, påverkas verksamheten av yttre faktorer såsom den demografiska utvecklingen. Från tidigt 2000-tal fram till år 2021 noterades en stadig tillväxt i den svenska barnafödseln, men de senaste åren har ett tydligt trendskifte ägt rum, där barnafödseln minskat.



TRENSKIFTE ÅR
2021 AVSEENDE
ANTALET FÖDDA
BARN PER ÅR

Förskolor kommer bli de första att få hantera minskade barnkullar inom ett par år, följt av grundskola och sedermera gymnasium. Då majoriteten av Cedergrenska's intäkter härrör från gymnasieverksamhet, förväntas de mest påtagliga effekterna av denna trend påverka Koncernen först mellan år 2035 och 2040, givet att trenden inte förändras. På längre sikt indikerar befolkningsprognoser från SCB att Sveriges folkmängd fortsätter att öka, om än i en mer dämpad takt, med en beräknad tillväxt om drygt 400 000 personer fram till år 2030, vilket skulle ge en total befolkning på ca 10,9 miljoner.¹

Noterade friskolekoncerner

AcademeMedia

Tellusgruppen.

Urval av onoterade friskolekoncerner

STIFTELSEN
VIKTOR RYDBERGS
SKOLOR

Atvexa

Internationella
Engelska Skolan

Konkurrenslandskap

Cedergrenska verkar i en dynamisk och konkurrensutsatt utbildningsmarknad där både kommunala och privata aktörer utgör centrala marknadsaktörer. Inom gymnasiesegmentet, Koncernens största verksamhetsområde, konkurrerar Cedergrenska främst med kommunala utbildningsanordnare såsom Danderyds kommun, Täby kommun och Stockholm stad, samt med etablerade fristående aktörer såsom Stiftelsen Viktor Rydberg, Täby Enskilda och AcadeMedia. I segmenten förskola, grundskola och yrkeshögskola är konkurrensen från kommunala aktörer mer dominerande, vilket ger en lägre konkurrensintensitet. Dock är konkurrensen från privata aktörer fortsatt påtaglig, bl.a. inom förskolesegmentet där Tellusgruppen huvudsakligen verkar. Bland större utbildningskoncerner inom dessa segment återfinns även AcadeMedia, Atvexa, Internationella Engelska Skolan och Kunskapsskolan.

Fragmenterad marknad skapar möjligheter för större aktörer

Den svenska utbildningsmarknaden präglas av en hög grad av fragmentering, särskilt inom förskola och grundskola, där majoriteten av enskilda huvudmän endast driver en enhet. En rapport från Skolverket visar att ca 90 % av de totalt antalet enskilda huvudmän i grundskolan och 80 % i gymnasieskolan endast driver en skola. Inom förskolan är fragmenteringen än mer påtaglig, där 94 % av de enskilda huvudmännen endast driver en förskola.

Denna struktur innebär att många mindre aktörer saknar skalfördelar, vilket kan leda till ökade utmaningar vid regulatoriska förändringar och skärpta kvalitetskrav. Samtidigt som strängare efterlevnadskrav pressar mindre aktörer, skapar detta möjligheter för etablerade aktörer såsom Cedergrenska. Större utbildningskoncerner har mer välutvecklade stödfunktioner och starkare finansiella resurser, vilket möjliggör skalfördelar och ökad motståndskraft vid regulatoriska förändringar. Detta bidrar till en accelererande konsolideringstrend, där större aktörer kan stärka sin marknadsposition genom förvärv och effektiviseringar.

Pågående revidering av friskolesektorn

Till följd av politiska initiativ genomgår friskolesektorn för närvarande den mest omfattande revideringen sedan 1990-talet, med syfte att skapa ett mer rättvist och transparent utbildningssystem. Regeringen har aviserat en rad reformer som inkluderar en översyn av skolpengens fördelning, ökade kvalitetskontroller, högre krav på transparens och insyn samt skärpta regler för ägarprövning. Merparten av dessa utredningar väntas presenteras under år 2025, och kommer med stor sannolikhet att ställa högre krav på svenska friskolor. Även om detta på kort sikt skulle kunna innebära utmaningar kopplade till anpassningar och ökade administrativ kostnader, är Cedergrenska's storlek, finansiella resurser samt kompetens en betydande fördel när det gäller att hantera nya lagkrav. Vidare kan en mer reglerad marknad på sikt stärka förtroendet för friskolesystemet, vilket i förlängningen kan skapa en stabilare och mer långsiktigt hållbar plattform.

Vad förväntas ske?

Resultatet från ca 20 utredningar, bl.a. gällande kunskapskrav och betygssystem, elevhälsa och likvärdighet, förväntas presenteras under våren 2025.

Direkta slutsatser

Högre krav på svensk skola förväntas leda till ett starkt förtroende för friskolor

Långsiktiga konsekvenser

Friskolor förväntas bestå, med en stabilare och mer hållbar grund.

En förändrad syn på friskolesystemet minskar sannolikheten för att det blir en central politisk stridsfråga i kommande val.

¹<https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/befolkning-och-levnadsforhallanden/befolkningens-sammansattning-och-utveckling/befolkningsframskrivningar/pong/statistiknyhet/sveriges-framtida-befolkning-2023-2070/>

Skolpengsutredningen

Regeringen har aviserat planer på att införa en nationell skolpengsnorm, ett initiativ som utreds inom ramen för Skolpengsutredningen. Syftet är att skapa en mer likvärdig och förutsägbar finansiering av friskolor genom att centralisera beslutet om miniminivåer för skolpeng. För friskoleaktörer såsom Cedergrenska kan detta innebära både möjligheter och risker, beroende på hur regleringen utformas. Kommunerna påstår att deras bredare ansvar motiverar högre ersättning, särskilt när friskolor lockar elever från kommunala skolor, vilket kan skapa ineffektivitet och högre systemkostnader. Friskolorna å sin sida hävdar att kommunerna exkluderar väsentliga kostnader från skolpengen, såsom administration, myndighetsansvar, stödverksamheter och personalutveckling, vilket resulterar i lägre resurser för fristående skolor. En rapport från Friskolornas riksförbund indikerar att elever i friskolor får 11 000 kr mindre per år i resurser jämfört med kommunala skolor.¹

En av de främsta möjligheterna för Cedergrenska ligger i en mer enhetlig resurstilldelning för elever med särskilda behov. Idag varierar tilläggsbeloppen kraftigt mellan kommuner, vilket skapar osäkerhet för friskolor som erbjuder denna typ av stöd. Om en skolpengsnorm fastställer tydligare riktlinjer och miniminivåer för specialpedagogiska resurser, skulle det kunna gynna Cedergrenska genom en förutsägbar finansiering. En potentiell fördel är att kommuner med låg skolpeng, såsom Täby och Österåker där Cedergrenska är verksam, kan tvingas höja ersättningen för att möta nationella krav, vilket skulle stärka intäktbasen för friskolor i dessa områden och förbättra lönsamheten. Samtidigt råder osäkerhet kring hur ersättningen mellan kommunala och fristående skolor ska regleras. I ett scenario där kommuner kan ge lägre ersättning till privata aktörer kan friskolor drabbas negativt, men Analyst Group bedömer denna risk som begränsad i Koncernens etableringskommuner, där stödet för friskolor är starkt. På längre sikt kan en nationell skolpengsnorm skapa större stabilitet och förutsägbarhet, även om detaljerna kring regelverket ännu är osäkra.

**STÖDET FÖR
FRISKOLOR ÄR
STARKT INOM
CEDERGRENSKAS
HUVUDKOMMUNER**

Vinstuttag i friskolor

Frågan om vinster inom friskolebranschen har under det senaste decenniet fått stor medial uppmärksamhet, särskilt i samband med valrörelser och skolpolitiska utredningar. Debatten har främst kretsat kring utdelningsbegränsningar för att motverka opportunism vid förvärv, men även mer långtgående förslag, såsom ett totalförbud mot vinstuttag, har lyfts. Ett sådant förbud skulle utgöra en betydande politisk och regulatorisk risk, men tidigare försök att begränsa vinster inom sektorn har visat sig juridiskt och ekonomiskt utmanande. Att helt eliminera utdelningsmöjligheten skulle förändra de ekonomiska incitamenten för privata aktörer, vilket i förlängningen kan påverka sektorns struktur och kapitalflöden. Ett sådant förbud skulle sannolikt kräva ändringar i aktiebolagslagen (ABL) eller innebära att friskolor endast kan drivas i andra associationsformer. Ett mer realistiskt scenario vore reglerade vinstuttag eller krav på högre återinvestering i verksamheten, även om dessa åtgärder likväl skulle innebära juridiska och politiska utmaningar. Att kvantifiera denna risk är komplext, men Analyst Group anser att man som investerare bör följa debatten noggrant. Samtidigt indikerar de nuvarande värderingsmultiplarna inom sektorn att en stor del av osäkerheten kring framtida regleringar redan är inprisad.

Ökade kvalitets- och insynskrav förväntas stärka förtroendet för friskolebranschen

Även om kvalitets- och transparensfrågor inte får samma mediala genomslag som vinstdebatten, kan de förändra perceptionen av friskolesektorn. Regeringen utreder bl.a. införandet av offentlighetsprincipen för friskolor, vilket skulle kräva att de delar information om ekonomi, beslut och verksamhet i syfte att stärka förtroendet. För enskilda huvudmän skulle detta innebära ökade krav på informationsdelning och administrativa kostnader. Vidare kan även skärpta krav på lärarbehörighet införas, vilket Cedergrenska ser som en naturlig utveckling och arbetar proaktivt genom hög lärarbehörighet och strukturerade kvalitetsprocesser. På sikt kan ökade kvalitets- och insynskrav skapa en stabilare plattform och minska osäkerheten kring sektorns legitimitet, en trend som välkomnas av kvalitativa friskolekoncerner. Även om omställningen kräver initiala investeringar bedöms den inte medföra större operativa utmaningar för Cedergrenska. Sammantaget kan förändringarna bidra till en mer gynnsam syn på friskolekoncerner och en tryggare plattform, där fokus riktas mot kvalitet och nöjda elever, vårdnadshavare och pedagoger – snarare än att friskolor används som ett politiskt slagträ i valrörelser.

¹<https://www.friskola.se/2023/10/18/ny-rapport-ar-friskolor-overkompenserade/>

**ÖKAD KVALITET OCH
INSYN FÖRVÄNTAS
LEDA TILL EN MER
STABIL PLATTFORM**

Finansiell Historik – Cedergrenska (exkl. Apendere)

Cedergrenska har en historik av stark tillväxt, såväl organisk som förvärvsdriven. Koncernens intäkter, som till övervägande del utgörs av den skattefinansierade skolpengen (92–96 %), kompletterat med övriga rörelseintäkter från statsbidrag (4–8 %), har sedan år 2018/19 vuxit med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 23,4 %. Under motsvarande period har antalet barn och elever ökat från 4 445 st till 7 082 st, motsvarande en CAGR om ca 10 %. Den lägre elevtillväxten i förhållande till intäktsökningen speglar en tydlig uppgång i den genomsnittliga skolpengen per elev, från ca 90 tSEK till ca 120 tSEK. Ökningen är huvudsakligen driven av en högre genomsnittlig ersättning per elev inom de förvärvade enheterna, såsom specialinriktade gymnasieutbildningar, resurskolor och yrkesutbildningar. Vid utgången av Q2 2024/25 uppgick antalet barn och elever till 7 680, och de totala intäkterna uppgår till ca 982 MSEK LTM.

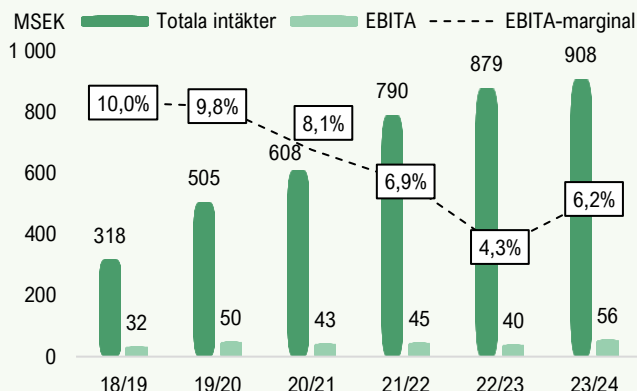
De senaste åren har gymnasieverksamheten representerat ca 50 % av Cedergrenska's elevbas, följt av grundskolan som har utgjort mellan 36–42 %, förskoleverksamheten har utgjort 10–13 %, medan vuxenutbildning historiskt har representerat en marginell andel (0–3 %). Den höga exponeringen mot gymnasiesegmentet har varit en drivande faktor bakom Koncernens starka lönsamhet. Gymnasiesegmentets strukturella egenskaper, höga inträdesbarriärer, skalfördelar och en mer självgående elevgrupp, bidrar till en lägre personalintensitet och möjliggör en högre lönsamhetsprofil.

Lönsamheten har dock pressats under perioden 2018/19 till 2022/23, en utveckling som kan skönjas inom hela skolsektorn. Inflationen har varit en central drivkraft bakom denna trend, där ökade kostnader för personal, lokaler och skolmältider överstigit ökningen av skolpengen. Personalkostnaderna i relation till nettoomsättningen ökade från ca 59 % år 2018/19 till ca 65 % år 2022/23. Under samma period steg andelen övriga externa kostnader (bl.a. hyror) från ca 20 % till ca 25 % av omsättningen, medan råvaror och förnödenheter har fluktuerat mellan 10–14 %. Strukturen i ersättningssystemet skapar dessutom en inbyggd eftersläpning, där skolpengen justeras i januari, medan löneavtal omförhandlas i september och hyreskostnader följer inflationsjusterat KPI-index. Detta har resulterat i en temporär marginalpress, där en återhämtning nu börjat realiseras.

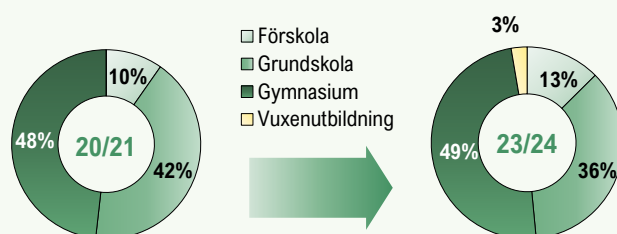
Under Q1-23/24 initierade Cedergrenska en rad effektiviseringsprojekt med målet att minska kostnaderna med minst 20 MSEK årligen. Åtgärderna omfattar personalminskningar på huvudkontoret, anpassning av verksamheterna till skolpengen samt översyn av avtal, där vissa tjänster, såsom lokalvård, kan hanteras internt. En viktig del av besparingarna är integrationen av Cedergrenska Mat. Genom att tillgodose Koncernens interna enheter med vällagad mat från strategiskt placerade tillagningskök i större skala skapas möjligheter till kostnadsbesparingar samtidigt som kvaliteten förbättras. Analyst Group estimerar att en betydande del av dessa åtgärder redan har återspeglats i siffrorna, men ser fortsatt potential för ytterligare effektiviseringar och lönsamhetsförbättringar framgent.

CEDERGRENSKA

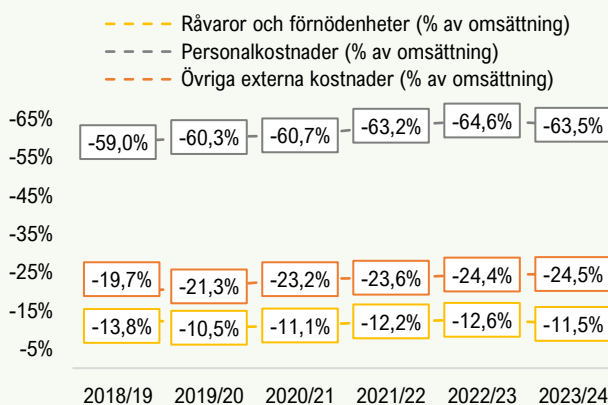
Intäkter och lönsamhet



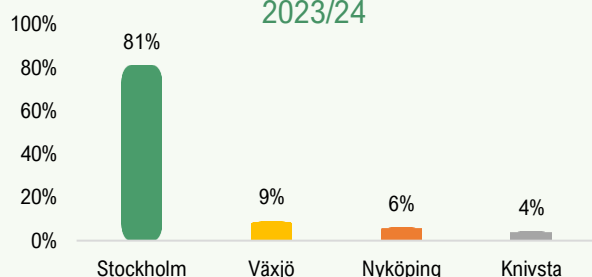
Segmentsfördelning



Kostnadsfördelning



Geografisk fördelning (elever) 2023/24



Finansiell Historik – Aprendere

Under Q1-24/25 genomförde Cedergrenska det hittills största förvärvet i Koncernens historia då friskolekoncernen Aprendere förvärvades. Baserat på LTM-siffror vid tidpunkten för förvärvet adderar Aprendere ca 378 MSEK i totala intäkter, motsvarande 40 % av Cedergrenska's intäkter. Aprendere driver 18 verksamheter inom grundskola, anpassad grundskola, gymnasieskola, anpassad gymnasieskola, resursskola och vuxenutbildning. Majoriteten av skolorna är belägna i Stockholms län med omnejd, men verksamhet finns även i Anderstorp, Hörby, Lund, Nyköping, Uppsala, Örebro och Östersund. Förvärvet breddar således Cedergrenska's geografiska närvaro samt stärker utbildningsutbudet. Koncernen stärker framför allt exponeringen mot yrkesgymnasium, ett segment som förväntas stå inför en stark tillväxt framgent.

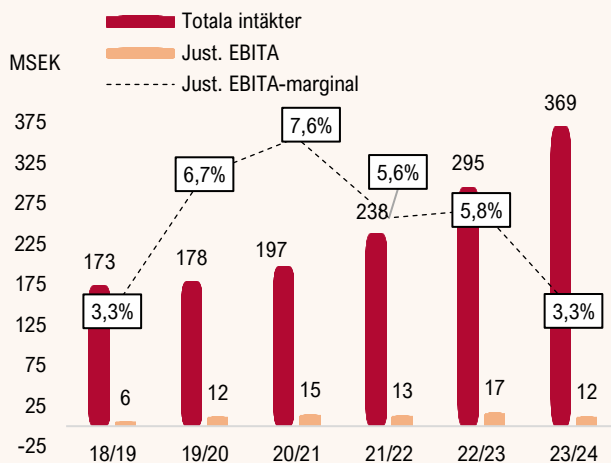
Aprendere har mellan år 2018/19 - 2023/24 vuxit de totala intäkterna med en CAGR om 16,3 %, dels organiskt och dels genom förvärv. Vid utgången av år 2020/21 uppgick antalet barn och elever till 853 st, att jämföra med utgången av år 2023/24, då antalet barn och elever uppgick till 1 680. Detta motsvarar en total elevtillväxt om 97 %, medan nettoomsättningen under samma period ökade med 87 %. Till skillnad från Cedergrenska indikerar detta att den genomsnittliga skolpengen har minskat, från drygt 220 tSEK till ca 210 tSEK per elev.

Aprendere har historiskt uppvisat en något lägre lönsamhetsprofil i jämförelse med Cedergrenska, vilket kan förklaras av en rad faktorer. Dels kan den pressade EBITA-marginalen (adj.), som minskat från ca 7,6 % år 2020/21 till 3,3 % år 2023/24, en nedgång som huvudsakligen kan förklaras av den fördröjda inflationspåverkan, där rörelsekostnaderna ökat i snabbare takt än skolpengens justeringar. Vidare har Aprendere mindre skolenheter jämfört med Cedergrenska, vilket hämmar stordriftsfördelarna något. Utöver det har Aprendere tagit över skolor med låg lärarbehörighet, vilket har ökat rörelsekostnaderna genom investeringar i rekrytering, kompetensutveckling och kvalitetsförbättrande åtgärder för att stärka behörighetsgraden inom skolkoncernen.

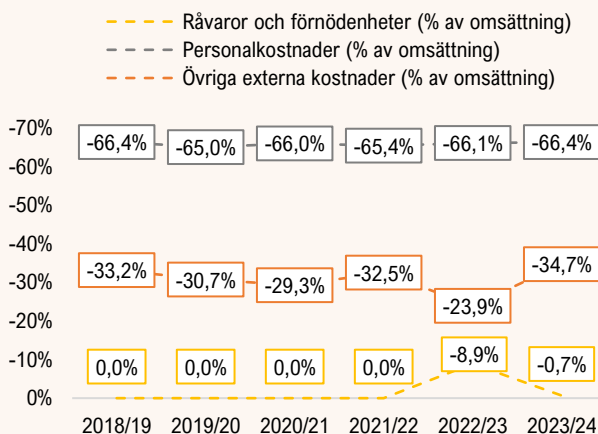
Personalkostnaderna i relation till nettoomsättningen har hållit sig relativt stabil mellan åren 2018/19 – 2023/24, och pendlat kring ca 65-66 %. Övriga externa kostnader har däremot uppvisat en gradvis ökning, från som lägst ca 29 % av omsättningen år 2020/21 till att som högst nå ca 35 % år 2023/24. Värt att förtydliga är att dock att Aprendere har belastats med engångskostnader, primärt under perioden 2022/23 – 2023/24. Dessa kostnader är bl.a. hänförliga till juridiska kostnader i samband med överklagandet av Skolinspektionens beslut om att avslå Aprenderes ansökningar om expansion, samt redovisningstekniska poster kopplade till semesterlöner och ferielöneskuld. Således ger den justerade EBITA-marginalen en mer rättvisande bild av den underliggande lönsamheten, vilken LTM (Q1-24/25) uppgår till 2,5 %, i Q1-24/25 isolerat uppgick den justerade EBITA-marginalen till 4,1 %.

aprendere SKOLOR

Intäkter och lönsamhet



Kostnadsfördelning



År 2022/23 redovisades råvaror och förnödenheter separat, övriga år är denna kostnadspost inkluderad i övriga externa kostnader.

Aprendere: Översikt



18 SKOLOR



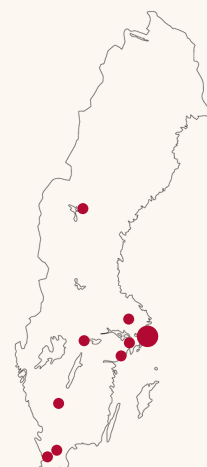
1 880 ELEVER



378 MSEK
TOTALA INTÄKTER (LTM)



2,5 %
EBITA-MARGINAL ADJ. (LTM)



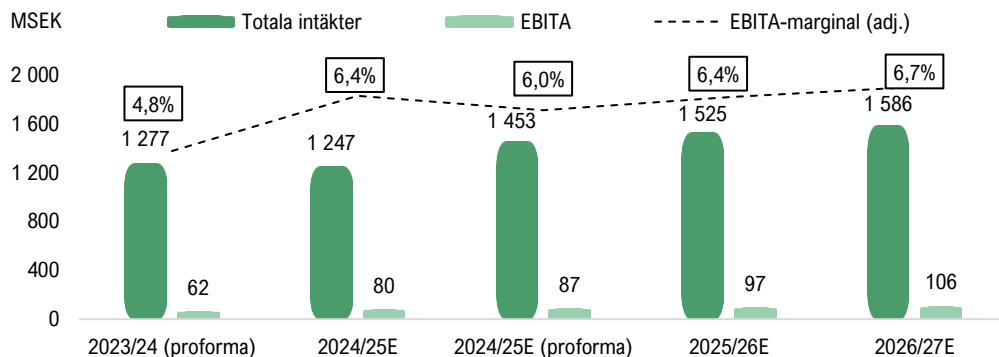
Sammanfattning av finansiell prognos (2024/25 – 2026/27E)

Analyst Group estimerar att Cedergrenska's totala intäkter, inklusive Apendere, kommer att uppgå till ca 1 453 MSEK under år 2024/25 (proforma). Den organiska tillväxten bedöms härröra från en kombination av en gradvis ökad beläggningsgrad, en utökning av klasser inom befintliga skolor samt en återhållsam upprevidering av skolpengen. Mellan år 2023/24 (proforma) och år 2026/27 estimeras en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 7,5 %, för att år 2026/27 uppgå till ca 1 586 MSEK. Antalet elever förväntas under motsvarande period öka från ca 8 600 till 10 200. På kort sikt bedöms Apendere ha en viss hämmande effekt på Koncernens totala lönsamhet, då verksamheten dels har brottats med lönsamhetsutmaningar under de senaste åren och dels har en strukturellt lägre marginalprofil till följd av mindre skolenheter. På längre sikt förväntas dock en stabilisering av skolpengen, en högre beläggningsgrad samt realisering av kostnadssynergier och skal fördelar genom centraliserade stödfunktioner bidra till en marginalexpansion. Mot bakgrund av detta estimeras Koncernens EBITA-marginalen öka från 4,8 % år 2023/24 (proforma) till 6,7 % år 2026/27, motsvarande ett EBITA-resultat om ca 106 MSEK.

6,7 %
EBITA-MARGINAL
2026/27E

I takt med att synergier och skal fördelar materialiseras estimeras en marginalexpansion.

Estimerade intäkter, EBITA och EBITA-marginal, 2023/24 (proforma) – 2026/27E



Källa: Analyst Groups prognoser

Till följd av svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras, väljer Analyst Group att exkludera potentiella förvärv i gjorda prognoser. Givet Cedergrenska's nuvarande kapitalstruktur (nettokassa), räknar vi dock med att förvärv sker, där tillkommande skolor således får ses som en extra option avseende gjorda prognoser.

Omsättningsprognos Cedergrenska (exkl. Apendere)

De primära intäktsdrivarna för Cedergrenska's organiska tillväxt bedöms främst vara en gradvis ökande beläggningsgrad inom Koncernens skolor samt en utökning av klasser på befintliga enheter där efterfrågan är hög. Beläggningsnivåerna varierar mellan Koncernens skolor, där bl.a. Tibble Gymnasium utmärker sig som ett framgångsrikt exempel. Sedan år 2012 har skolan mer än fördubblat sitt elevantal, från ca 850 till dagens ca 1 800 elever, vilket har lett till en omfattande expansion av både lokaler och klasser. Det höga söktrycket, där antalet reserver ofta överstiger tillgängliga platser, har varit en central drivkraft bakom denna organiska tillväxt. Att utöka antalet klasser på skolor med stark efterfrågan innebär dock operativa utmaningar. Dels krävs tillgång till ändamålsenliga lokaler i närområdet, dels måste elevtillströmningen vara tillräckligt stor för att omedelbart säkerställa en hög beläggningsgrad i de nya klasserna. Analyst Group uppskattar att den nuvarande beläggningsgraden inom Cedergrenska uppgår till ca 90 %, med en förväntad gradvis ökning mot ca 94 % till år 2026/27, drivet av ett ökat fokus på att fylla befintliga klasser. Utbildningskapaciteten inom Cedergrenska estimeras växa i en låg ensiffrig takt, primärt drivet av nyöppnade klasser och lokalexpansion. Detta, i kombination med en fortsatt ökning av den skattefinansierade skolpengen, utgör ytterligare tillväxt drivare framgent.

ÖKAD
BELÄGGNINGSGRAD
FÖRVÄNTAS VARA
EN PRIMÄR
TILLVÄXTDRIVARE

Skolpengen revideras årligen i januari (Cedergrenska Q3) och varierar mellan kommuner, men då Cedergrenska har en stark närvaro inom Stockholms gymnasiummarknad, där skolpengen fastställs gemensamt av kommunerna i länet, ger den historiska utvecklingen en vägledning för framtida justeringar. Analyst Group bedömer dock att takten i upprevideringen av skolpengen kommer att mattas av något under de kommande åren, då de senaste revideringarna för åren 2024 och 2025 i stor utsträckning har kompenserat för den inflationschock som tidigare hämmade lönsamheten inom sektorn. Sammantaget estimeras Cedergrenska uppnå en CAGR om ca 7,5 % fram till år 2026/27, då de totala intäkterna estimeras uppgå till 1 126 MSEK. Noterbart är att tillväxten under år 2024/25 förväntas uppgå till ca 14,6 %, främst drivet av de förvärvade enheterna, Nyköpings Enskilda Gymnasium, Margarethaskolans Grundskola och Psykologgymnasiet i Solna, följt av en mer återhållsam tillväxt under åren 2025/26 och 2026/27.

Omsättningsprognos Aprendere

I likhet med Cedergrenska bedöms Aprenderes primära intäktsdrivare utgöras av en ökad beläggningsgrad och en utökning av klasser inom befintliga skolor. Den sistnämnda faktorn förväntas dock ha en begränsad påverkan, då expansionsmöjligheterna är sämre till följd av att Aprendere driver mindre och mer nischade skolenheter, såsom yrkesgymnasier, vilket leder till ett lägre elevtryck. Å andra sidan bedömer Analyst Group att Aprendere har goda tillväxtpotentialer genom att fylla upp befintliga klasser, där beläggningsgraden i dagsläget estimeras till ca 80 %. Historiskt har bolaget saknat resurser för att effektivt arbeta med kommunikation och marknadsföring, ett område där Cedergrenska nu förväntas tillföra värde. Den initiala fasen av integrationen av Aprendere förväntas fokusera på att stärka kvaliteten inom befintliga enheter, vilket bedöms bidra till en successiv ökning av beläggningsgraden, som estimeras öka med cirka 2–3 procentenheter årligen framgent. Sammantaget förväntas förvärvet av Hörby Yrkesgymnasium vara en stor bidragsgivare till den estimerade tillväxten om 11,8 % under år 2024/25, följt av en estimerad tillväxt om 6,6 % och 4,4 % under år 2025/26 respektive år 2026/27. Detta förväntas resultera i totala intäkter om 460 MSEK år 2026/27 och en elevbas om 2 050 elever.

Kostnadsprognos Cedergrenska (exkl. Aprendere)

Cedergrenska har en större genomsnittlig enhetsstorlek än Aprendere, vilket skapar en strukturell fördel genom att fasta kostnader kan fördelas över fler elever. Dessa skalfördelar bidrar till en högre lönsamhetsprofil genom bättre kapacitetsutnyttjande och minskade kostnader per elev. Analyst Group estimerar att Cedergrenska (exkl. Aprendere) personalkostnader framgent kommer att stabiliseras om ca 63 % av nettoomsättningen. Som jämförelse uppgick motsvarande andel till ca 60 % före pandemin, men ett ökat fokus på att stärka behörighetsgraden och andelen förstäljare estimeras resultera i att personalkostnaderna bibehålls på nuvarande nivå om ca 63 %. Samtidigt estimeras skalfördelar uppnås inom övriga externa kostnader samt råvaror och förmödenheter, vilka bedöms minska från ca 25 % respektive 12 % av omsättningen till 24 % respektive 11 %. Denna utveckling drivs av en normalisering av skolpengen, fullt genomslag av implementerade effektiviseringsprojekt samt ytterligare realiserade skalfördelar. Sammantaget estimeras Cedergrenska EBITA-marginal stärkas från 6,2 % år 2023/24 till 7,3 % år 2026/27.

Estimerade synergieffekter genom förvärvet av Aprendere

Integrationen av Aprendere förväntas generera betydande synergieffekter, vilka estimeras uppgå till minst ca 4 MSEK netto på årsbasis. Dessa synergier omfattar effektiviseringar inom ekonomi, IT, fastighetsförvaltning och en gemensam huvudkontorsstruktur. Utöver detta tillkommer ytterligare synergier kopplade till noteringskostnader, styrelsearvoden samt optimering av företagsförsäkringar och revisionskostnader, vilket sammantaget förväntas leda till årliga besparingar om ca 8,1 MSEK. Samtidigt förväntas Koncernen återinvestera ca 4,1 MSEK i strategiska förstärkningar av funktioner såsom servicetekniker, kvalitetssystem, HR och kommunikation. Även om en av de primära skalfördelarna med en större koncern som Cedergrenska är en effektivare resursallokering, kan det vid en så omfattande integration tillsynes vara paradoxalt att Aprendere samtidigt behöver stärka centrala stödfunktioner. Med hänsyn till att integrationen omfattar 18 skolor, närmare 1 900 elever och ca 450 medarbetare, är det dock en naturlig anpassning för att säkerställa en stabil övergång. Detta blir särskilt relevant då Aprenderes interna stödfunktioner historiskt varit underdimensionerade, vilket gör att en förstärkning krävs för att skapa långsiktig operativ stabilitet.

7,3 %
EBITA-MARGINAL
CEDERGRENSKA
(EXKL. APRENDERE)
2026/27E

4 MSEK
ESTIMERADE
NETTOSYNERGIER
PER ÅR

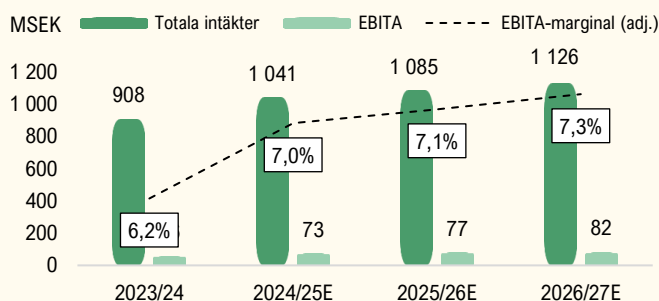
Kostnadsprognos Apendere

Analyst Group estimerar att personalkostnaderna kommer att förbli relativt stabila i förhållande till nettoomsättningen, inom intervallet 65–66 %. Den högre andelen personalkostnader inom Apendere, jämfört med Cedergrenska, förklaras av skillnader i skolformer, där yrkesgymnasier och resursskolor är mer personalintensiva verksamheter. Eftersom en betydande andel av Apenderes kostnadsstruktur är fast, påverkas lönsamheten negativt vid lägre beläggningsgrad. Med en estimerad nuvarande beläggningsgrad om ca 80 % förväntas dock skalfördelar successivt att realiseras i takt med att kapaciteten utnyttjas mer effektivt och befintliga klasser fylls upp. Vidare estimerar Analyst Group att Apenderes skolor i Storstockholmsområdet gradvis kan ta del av Cedergrenska Mat, vilket förväntas bidra till lägre matkostnader och stärkt kostnadseffektivitet. Sammantaget beräknas andelen övriga externa kostnader, där Apendere historiskt har inkluderat råvaror och förnödenheter, minska successivt från ca 35 % av nettoomsättningen till ca 32–33 %. Dessa åtgärder förväntas resultera i en marginalexpansion, där EBITA-marginalen estimeras öka från 3,3 % år 2023/24 till 5,2 % år 2026/27.

5,2 %
EBITA-MARGINAL
APRENDERE
2026/27E

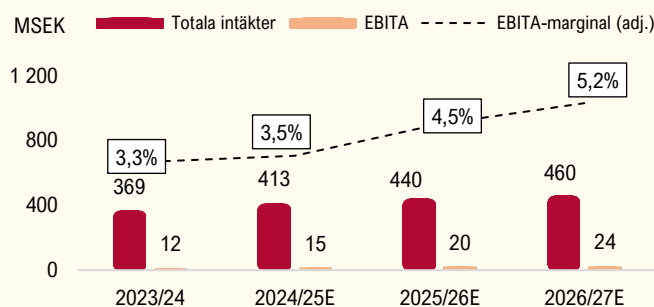
Cedergrenska (exkl. Apendere)

2023/24 – 2026/27E



Apendere

2023/24 – 2026/27E



Kapitallätt affärsmodell möjliggör starka kassaflöden

Cedergrenska verkar med negativt rörelsekapital, vilket är en strukturell effekt av affärsmodellen. Skolpengen betalas månadsvis i förskott av kommunerna, medan de största kostnadsposterna, såsom löner, hyror och andra driftskostnader, betalas i efterskott. Denna kapitallätta struktur innebär att Cedergrenska inte behöver binda upp kapital, vilket minskar behovet av extern finansiering och bidrar till ett stabilt kassaflöde. Det finns dock tydliga säsongsmönster i rörelsekapitalet, där Koncernen i regel binder mer kapital under Q1 och Q3, medan kapital frigörs under Q2 och Q4. Detta beror på terminsstarternas påverkan på kostnadsstrukturen samt säsongsvariationer i personal- och driftskostnader. Mellan åren 2018/19–2023/24 har de positiva kassaflödesförändringarna från rörelsekapitalet utgjort strax under 1 % av nettoomsättningen, och Analyst Group estimerar en liknande nivå framgent.

KAPITALLÄTT
AFFÄRSMODELL

Cedergrenska har successivt minskat Koncernens CAPEX i relation till nettoomsättningen, från 3,9 % år 2018/19 till 0,4 % år 2022/23, följt av en ökning till 1,1 % år 2023/24. Den högre andelen speglar Koncernens expansionsrelaterade investeringar, bl.a. avseende ombyggnationer av skollokaler. Den genomsnittliga investeringsandelen mellan åren 2018/19–2023/24 uppgår till ca 2 % av nettoomsättningen. Exklusive år 2018/19 uppgår andelen till 1,6 %, vilket är i linje med Apenderes investeringsnivå under de senaste sex åren, som har legat kring 1,5 % av nettoomsättningen. Analyst Group estimerar att andelen underhållsinvesteringar (maintenance-CAPEX) i relation till nettoomsättningen uppgår till ca 1 %, men för att kunna driva organisk tillväxt räknar vi dock med att Koncernen kommer att ligga på en något högre nivå framgent, omkring 1,3–1,7 % av nettoomsättningen under kommande år.

>80 %
CASH-CONVERSION

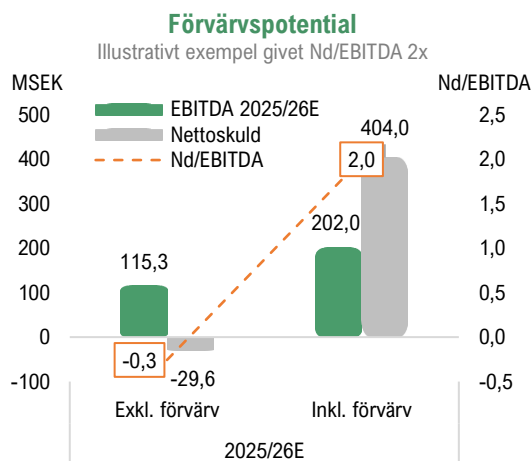
Sammantaget resulterar Cedergrenskas kapitallätta affärsmodell, präglad av negativt rörelsekapital och ett lågt investeringsbehov, i en hög *cash conversion* (fritt kassaflöde exkl. förvärv i förhållande till EBITA), som historiskt har uppgått till i genomsnitt strax över 80 %.

Nuvarande kapitalstruktur skapar utrymme för värdeskapande initiativ

Som tidigare nämnts prognostiserar Analyst Group ej förvärv, med hänvisning till svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras. Dock vill vi fortsatt belysa det förvärvsutrymme som råder till följd av Cedergrenskas starka balansräkning. Samtliga jämförelsebolag har en väsentligt annorlunda kapitalstruktur, präglad av betydligt högre skuldsättning, något som den genomsnittliga (median) nettoskulden / EBITDA (exkl. IFRS) LTM om 2,4x (1,7x) vittnar om. Cedergrenskas nuvarande nettokassa om 29,6 MSEK skapar således finansiellt spelrum och möjliggör en optimering av kapitalstrukturen genom strategiska initiativ för att skapa långsiktigt aktieägarvärde, där förvärv är en av flera potentiella vägar framåt.

Givet antagandet att Cedergrenskas skuldsättning är i linje med den långsiktiga målsättningen om högst Nd/EBITDA 2x, att Koncernen igenomsnitt kan förvärva skolenheter till en multipel om 5x EBITDA, samt med nuvarande kassa och skulder i beaktning, estimerar Analyst Group att Cedergrenska har utrymme att förvärva ca 87 MSEK i EBITDA. I denna beräkning har det estimerade EBITDA-resultatet för år 2025/26 tagits i beaktning (115 MSEK), och tillsammans med potentiell EBITDA om ca 87 MSEK via förvärv, skulle Koncernens totala EBITDA-resultat uppgå till ca 202 MSEK år 2025/26. Detta kan ställas i relation till nuvarande EBITDA-resultat (proforma LTM) om ca 101 MSEK, vilket vittnar om Koncernen starka förvärvspotential framgent.

**KAPITALSTRUKTUREN
GER UTRYMME ATT
FÖRVÄRVA CA
87 MSEK I EBITDA**



Skuldfinansierade aktieåterköp – en realistisk väg till ökat aktieägarvärde

Utöver förvärv finns alternativa vägar för att optimera kapitalstrukturen, där Analyst Group bedömer att ett skuldfinansierat aktieåterköpsprogram framstår som ett strategiskt och värdeskapande alternativ. Det bör dock noteras att Cedergrenska är listat på First North, där traditionella aktieåterköp inte är möjliga. Ett genomförande av en sådan strategi skulle därför kräva antingen syntetiska återköp eller ett listbyte för att skapa de nödvändiga förutsättningarna.

Enligt Analyst Groups prognoser handlas Cedergrenska till EV/FCF om 5,0x för 2025/26E, motsvarande en FCF-yield om 20 %. I dagens ränteklimat kan Koncernen således låna kapital till en kostnad som avsevärt understiger avkastningen om dess kassaflöden, vilket innebär att en potentiellt skuldfinansierad återköpsstrategi skulle vara värdeskapande, då kassaflödet genererar en avsevärt högre avkastning än lånekostnaden.

Analyst Group bedömer att ett möjligt scenario är att Cedergrenska successivt optimerar Koncernens kapitalstruktur mot en nettoskuld/EBITDA om ca 1x, i nivå med jämförbara bolag. Med ett estimerat EBITDA-resultat om ca 115 MSEK för år 2025/26, samt med hänsyn till nuvarande kassa (67,2 MSEK) och räntebärande skulder (37,6 MSEK), bedöms Koncernen ha en lånekapacitet om ytterligare 145 MSEK för att uppnå en nettoskuld/EBITDA om 1x. Givet detta finansiella utrymme skulle ett potentiellt skuldfinansierat aktieåterköpsprogram om 145 MSEK kunna implementeras, vilket, baserat på en aktiekurs om 34,0 kr, motsvarar återköp om upp till ca 4,3 miljoner aktier. Det totala antalet utestående aktier skulle därmed reduceras från ca 14,1 miljoner till ca 9,8 miljoner, vilket skulle ha en påtaglig effekt på Koncernens goodwill-justerade vinst per aktie (VPA). Baserat på Analyst Groups estimat avseende år 2025/26, samt med en antagen räntenivå om 5,5 %, skulle VPA, allt annat lika, öka från ca 6,3 kr till ca 8,4 kr, motsvarande en VPA-tillväxt om ca 34 %, samtidigt som P/E-multipeln skulle sjunka från 5,4x till 4,0x. Det bör tilläggas att detta enbart är ett illustrativt exempel, men oaktat detta visar ovan scenario den betydande potentialen i en optimerad kapitalstruktur, där en strategisk balans mellan skuldsättning och kassaflödesgenerering kan omvandla balansräkningen till en dynamisk hävstång för att generera ytterligare aktieägarvärde.

**SKULD-
FINANSIERADE
AKTIEÅTERKÖP
HAR POTENTIAL
ATT GENERERA
SIGNIFIKANT
VÄRDE**

Relativvärdering

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse mellan Cedergrenska och en peer-grupp bestående av de svenska friskolekoncernerna AcadeMedia och Tellusgruppen, samt omsorgskoncernerna Humana, Attendo och Ambea. Även om de sistnämnda koncernerna verkar i en annan bransch råder en del likheter, primärt avseende affärsmodellerna som bygger på skattefinansierade intäkter och en strukturellt stabil efterfrågan på de erbjudna tjänsterna. Omsorgskoncernerna är exponerade mot politisk och regulatorisk risk, vilket ger ytterligare nyans till värderingarna.

Beträffande friskolekoncernerna delar Cedergrenska flest karaktärsdrag med AcadeMedia, framför allt avseende segmentsfördelning. AcadeMedias omsättning härrör från gymnasium (~32 %), förskola och internationell verksamhet (~35 %), grundskola (~23 %) och vuxenutbildning (~10 %), och i likhet med Cedergrenska utgör gymnasieverksamheten den största andelen av rörelseresultatet. Tellusgruppen är huvudsakligen verksam inom förskoleverksamhet, vilket utgör ca 60 % av intäkterna, följt av grundskola som står för ca 25 % av intäkterna. Tellusgruppen saknar helt exponering mot gymnasieverksamhet, en av förklaringarna till koncernens svaga lönsamhetsprofil i relation till Cedergrenska.

LTM	Cedergrenska	AcadeMedia	Tellusgruppen	Humana	Attendo	Ambea	Genomsnitt peers	Median peers
Intäktstillväxt YoY	11,0%	12,8%	14,3%	6,8%	9,8%	6,6%	10,1%	9,8%
EBITA-tillväxt Y-Y	93,0%	22,2%	N/A	17,5%	27,7%	31,5%	24,7%	24,9%
EBITA-marginal	7,1%	6,4%	1,4%	4,8%	5,0%	8,1%	5,1%	5,0%
FCF-marginal	7,6%	6,0%	Neg.	8,4%	2,2%	6,2%	5,7%	6,1%
Soliditet	44,1%	53,6%	-2,6%	21,0%	21,0%	27,0%	24,0%	21,0%
Nd/EBITDA	-0,4	0,6	4,8	3,0	1,7	1,7	2,4	1,7
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,8	0,5	0,5
EV/EBITA	6,4	7,5	23,8	9,4	12,7	10,5	12,8	10,5
EV/FCF	6,0	8,0	Neg.	4,5	28,7	13,7	13,7	10,8
Marknadsvärde	478	7 709	107	2 374	10 006	9 614	5 962	7 709

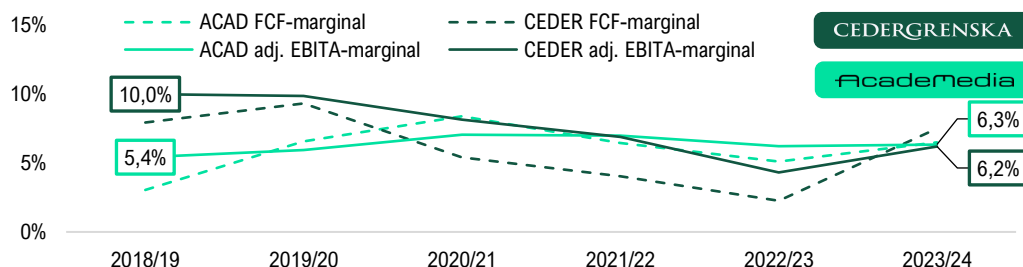
AcadeMedia utgör det primära jämförelsebolaget

Relativvärderingen utgår primärt från en jämförelse mellan Cedergrenska och AcadeMedia, då Analyst Group anser att AcadeMedia utgör det mest lämpade jämförelsebolaget. I termer av marknadsvärde och intäkter är Cedergrenska en väsentligt mindre koncern, och AcadeMedias intäktsbas är av mer diversifierad karaktär, dels till följd av segmentsmixen och dels geografiskt, då AcadeMedia har närvaro inom bl.a. Norge, Finland, och Tyskland. Således är AcadeMedia exponerade mot flertalet utbildningssystem, regulatoriska krav och marknadsförutsättningar, vilket medför en lägre politisk risk jämfört med Cedergrenska, som enbart verkar inom Sverige och har en mer koncentrerad exponering mot gymnasieverksamheten. Dock har Cedergrenskas utbildningsutbud stärkts avsevärt i samband med förvärvet av Aprendere.

AcadeMedia har vuxit intäkterna med en CAGR om 8,1 % mellan år 2018/19 – 2023/24, såväl organiskt som via förvärv. Under motsvarande period har AcadeMedias justerade EBITA-resultatet vuxit med en CAGR om 11,6 %. Motsvarande siffror för Cedergrenska uppgår till 23,4 % respektive 12,1 %, där Cedergrenskas EBITA-marginal, i kontrast till AcadeMedia, har uppvisat en något mer volatil karaktär. Den snarlika marginalprofilen förklaras av koncernernas starka exponering mot gymnasiesegmentet, goda beläggningsgrader till följd av hög efterfrågan, samt realiserade skalfördelar till följd av centrala stödfunktioner. Nedan tabell illustrerar AcadeMedias och Cedergrenskas FCF- och EBITA-marginaler, vilken ger en god överblick avseende koncernernas snarlika marginalprofiler.

Cedergrenska har historiskt uppvisat en snarlik marginalprofil jämfört med AcadeMedia.

FCF- och justerad EBITA-marginal, 2018/19 – 2023/24



Källa: Cedergrenska och AcadeMedia

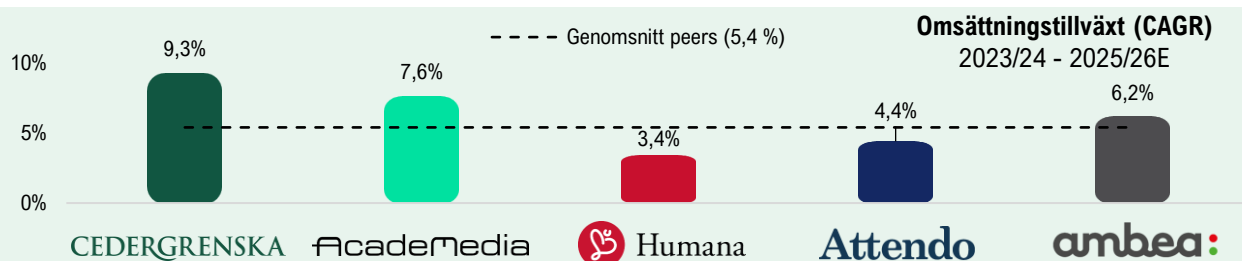
Omsorgskoncerner – skattefinansierade intäkter och regulatorisk risk

Humana, Attendo och Ambea är verksamma inom samhällskritiska sektorer såsom äldreomsorg, individ- och familjeomsorg samt stöd för personer med funktionsnedsättning. Likt Cedergrenska bygger de sin affärsmodell på skattefinansierade intäkter och en strukturellt stabil efterfrågan, driven av demografiska faktorer och långsiktiga behov. Den politiska risken skiljer sig dock markant. Friskolekoncerner är mer exponerade mot ideologiskt betingade beslut, såsom förändringar i kolpengssystemet och vinstbegränsningar, vilket kan påverka intäktsmodellen direkt. För omsorgskoncerner är risken främst av operativ karaktär, kopplad till kvalitetskrav och tillsyn, där bristande efterlevnad kan leda till sanktioner eller förlorade tillstånd. Den politiska risken bedöms således vara lägre för omsorgskoncernerna, som generellt har ett bredare politiskt stöd för privata aktörer, vilket motiverar en värderingspremie jämfört med friskolekoncernerna.

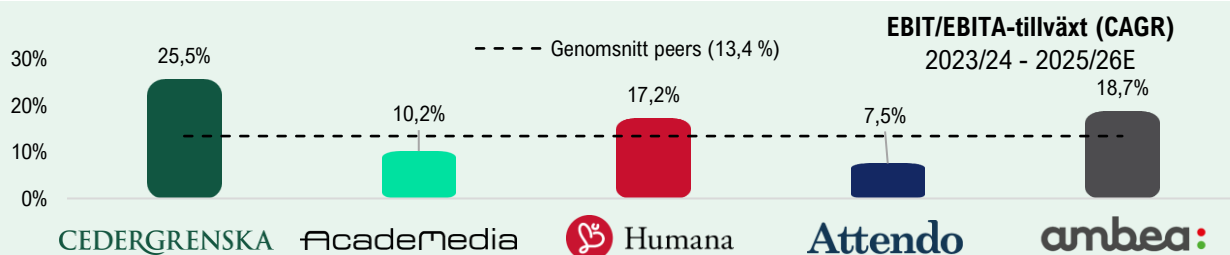
Omsorgskoncernerna har historiskt uppvisat en omsättnings-CAGR om ca 5–10 % mellan 2019–2024, medan EBITA-marginalerna har pendlat mellan 3–6,5 %. Den genomsnittliga tillväxttakten avseende det justerade EBITA-resultatet visar dock en större variation, med en CAGR om 5–17 % för omsorgskoncernerna. Analyst Group bedömer att omsorgskoncernernas relativa storlek, lägre politiska risk och långa kontrakt motiverar en värderingspremie jämfört med Cedergrenska, vilken dock reduceras något av Cedergrenskas starkare tillväxt och lönsamhet. Värderingspremien reflekteras i multiplarna, där medianen för omsorgskoncernerna handlas till EV/EBITA 10,5x LTM, jämfört med 6,4x LTM för Cedergrenska.

Cedergrenska förväntas uppvisa relativ styrka framgent

Cedergrenska förväntas stå inför en stark tillväxt under kommande år, där Koncernen estimeras uppvisa en omsättnings-CAGR om 9,3 % mellan år 2023/24 – 2025/26, att jämföra med 7,6 % för AcadeMedia och omsorgskoncernerna som förväntas växa mellan ca 3-6 % årligen.



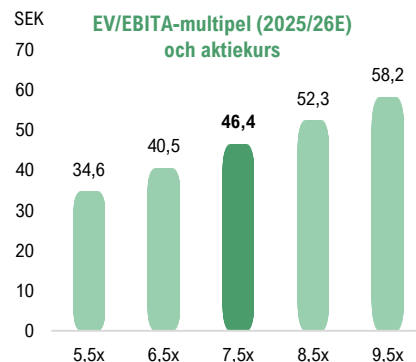
För att analysera lönsamhetstrenden under de kommande åren har den estimerade tillväxttakten i EBIT för jämförelsebolagen ställts mot Cedergrenskas estimerade EBITA-tillväxt. En utmaning i jämförelsen är att samtliga jämförelsebolag redovisar enligt IFRS 16, medan Cedergrenska tillämpar K3-regelverket. IFRS kräver att leasingavtal redovisas som tillgångar och skulder i balansräkningen, medan K3 tillåter att operationella leasingavtal kostnadsförs löpande. Dessutom innebär K3 systematiska avskrivningar av goodwill, till skillnad från IFRS där årliga nedskrivningsprövningar tillämpas. Dessa skillnader kräver justeringar för att möjliggöra en rättvis jämförelse av resultatutvecklingen, vilket medför en utmaning avseende framåtblickande estimat, då leasingjusteringar inte är inkluderade. Trots dessa skillnader framträder en tydlig lönsamhetstrend, där Cedergrenska förväntas öka rörelseresultatet med en CAGR om ca 26 % under de kommande två åren, vilket är avsevärt högre än AcadeMedia (10,2 % CAGR), samt högre än genomsnittet för omsorgskoncernerna.



Sammanfattning av relativvärdering

För att ta hänsyn till skillnader i både kapitalstruktur och redovisningsstandarder, där Cedergrenska i enlighet med K3 gör avskrivningar på goodwill, anser Analyst Group att en EV/EBITA-multiplier är det mest lämpliga värderingsmättet. Som tidigare nämnts har Analyst Group valt att i huvudsak härleda relativvärderingen från jämförelsebolaget AcadeMedia. Trots att AcadeMedia är ett avsevärt större bolag än Cedergrenska och har en bredare intäktsdiversifiering, anser Analyst Group att en värdering i linje med AcadeMedia (LTM) är motiverad. Detta baseras främst på att Cedergrenska förväntas uppvisa en starkare tillväxt under kommande år, framför allt avseende rörelseresultatet (EBITA), vilket är den huvudsakliga drivaren i multiplern. Vidare har Cedergrenska en tydlig konkurrensfördel genom Koncernens sweet spot på förvärvsmarknaden, där Cedergrenska kan genomföra förvärv som är för små för att attrahera större aktörer såsom AcadeMedia, samtidigt som Cedergrenskas finansiella styrka och operativa resurser överträffar de mindre aktörer som konkurrerar om samma förvärvsobjekt. Därtill ger Cedergrenskas starka balansräkning ytterligare stöd för att optimera kapitalstrukturen genom alternativa vägar, såsom skuldfinansierade aktieåterköp, vilket har potential att driva VPA-tillväxt och skapa ytterligare aktieägarvärde framgent. Sammantaget bedömer Analyst Group att ovan nämnda faktorer kompenserar för Cedergrenskas relativt mindre storlek samt dess segment- och geografiska mix.

Då Aprenderes lönsamhet har pressats de senaste åren av bl.a. eftersläpande inflationsjusteringar i skolpengen, samt att de förväntade realiseringarna av kostnadssynergier och skalfördelar genom centraliserade stödfunktioner estimeras att materialiseras under kommande år, väljer Analyst Group att basera värderingen på estimaten för räkenskapsåret 2025/26. Sammantaget appliceras en målmultiplier om EV/EBITA 7,5x, i linje med AcadeMedia (LTM), på Cedergrenskas estimerade EBITA-resultat om ca 97 MSEK för år 2025/26. Tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 12,2 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, motiveras ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 653 MSEK, motsvarande 46,4 kr per aktie i ett Base scenario.



46,4 kr
Värde per aktie
Base scenario

DCF-modell

Den upprättade relativvärderingen kompletteras med en diskonterad kassaflödesanalys för att ytterligare underbygga värderingen. Vi vill dock understryka att Cedergrenska verkar i en sektor där politiska och regulatoriska risker sätter tydliga avtryck i värderingsmultiplerna, en central förklaring till den markanta diskrepansen mellan det härledda värdet i relativvärderingen och DCF-modellen. Detta till trots ser vi DCF-modellen som ett komplement, vilken illustrerar vilket värde ett bolag med Cedergrenskas stabila intäktsbas och robusta kassaflödesprofil skulle kunna uppnå i ett mer förutsägbart regulatoriskt landskap.

Den explicita prognosperioden i DCF-modellen sträcker sig mellan åren 2024/25-2026/27, följt av en normaliseringsperiod (2027/28 – 2033/34) samt en terminalperiod. Analyst Group estimerar att EBITA-marginalen når 6,7 % år 2026/27, för att sedan avta, där en långsiktig estimerad EBITA-marginal om 6,0 % antas, bl.a. till följd av en gradvis förändrad segmentsmix. Vidare estimeras en terminaltillväxt om 2 %. Diskonteringsräntan (WACC) antas till 12,2 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 63,7 kr per aktie i ett Base scenario. I ett scenario där den politiska och regulatoriska risken explicit skulle prissättas i modellen, skulle detta sannolikt motivera en högre WACC. Dock ser vi utmaningar i att kvantifiera en rättvisande riskpremie, varför vi valt att belysa Cedergrenskas underliggande kassaflödesstyrka och därför applicerat en diskonteringsränta som speglar ett bolag med liknande finansiella förutsättningar i en mer stabil miljö.

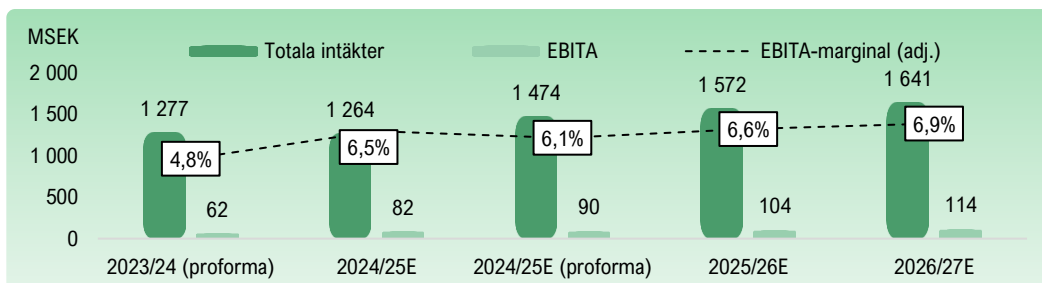
		Terminaltillväxt					EBITA-marginal (terminalperiod)						
		1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%			4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%
WACC	10,2%	76,3	77,4	78,6	79,8	81,2	67,9	73,2	78,6	83,9	89,3		
	11,2%	68,6	69,4	70,3	71,2	72,2	61,5	65,9	70,3	74,7	79,1		
	12,2%	62,4	63,0	63,7	64,4	65,1	56,4	60,0	63,7	67,3	71,0		
	13,2%	57,2	57,7	58,2	58,7	59,3	52,1	55,2	58,2	61,3	64,3		
	14,2%	52,9	53,3	53,7	54,1	54,5	48,5	51,1	53,7	56,2	58,8		

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras en starkare organisk tillväxt, primärt drivet av en ökad efterfrågan på Cedergrenska's attraktiva utbildningsutbud. Detta förväntas resultera i en högre beläggningsgrad och därigenom en accelererad elevtillväxt inom Koncernen. Tillväxten stärks ytterligare av ett utökat upptagningsområde i takt med att Cedergrenska's varumärke blir starkare, vilket medför att skolorna attraherar elever från ett bredare geografiskt område. Detta är särskilt tydligt inom gymnasiesegmentet, där elever i högre grad söker kvalitativa utbildningsalternativ och är villiga att pendla längre för att få tillgång till attraktiva program. Vidare estimeras en något gynnsammare utveckling av skolpengen framöver, vilket tillsammans med effektiv kostnadskontroll bidrar till en förbättrad intäcks- och lönsamhetsutveckling. När det gäller integrationen av Aprendere förväntas Koncernen snabbare realisera identifierade synergier, och i kombination med ökad effektivitet på central nivå förväntas skalfördelarna i de centrala stödfunktionerna driva en tydlig marginalförbättring under kommande år. Ett konkret exempel är uttrullningen av Cedergrenska Mat till samtliga skolenheter inom Stockholmsområdet och dess närområde, vilket förväntas leda till kostnadseffektiveringar genom centraliserade inköp och logistik, samt en högre kvalitet i matleveranserna, en faktor som även stärker skolornas attraktionskraft. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITA 8,0x på 2025/26 års prognostiserade EBITA-resultat om 104 MSEK, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 12,2 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 741 MSEK, motsvarande 52,7 kr per aktie i ett Bull scenario.

52,7 kr
Värde per aktie
Bull scenario

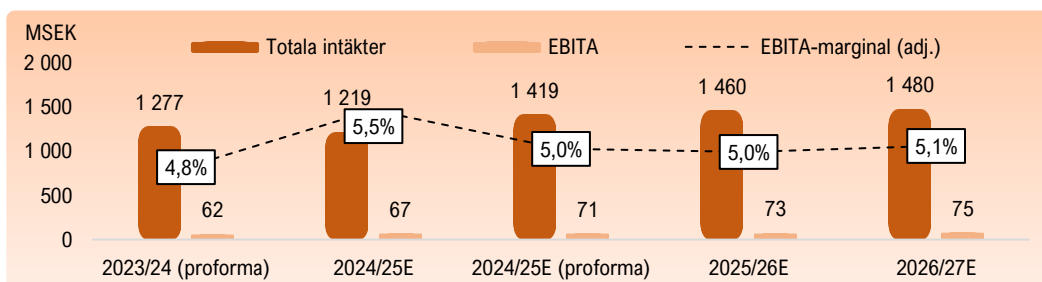


Bear scenario

I ett Bear scenario estimeras en svagare organisk tillväxt, dels drivet av en lägre skolpengsutveckling under kommande år, dels av utmaningar med att fylla beläggningsgraden i vissa skolor, vilket leder till ett mer ineffektivt resursutnyttjande. På lönsamhetssidan riskerar integrationen av Aprendere att bli mer komplex än förväntat, vilket begränsar möjligheten att fullt ut realisera de identifierade synergier. Trots kvalitets-satsningar inom Aprendere kan dessa visa sig otillräckliga för att attrahera och behålla det antal elever som krävs för att nå önskad beläggningsgrad, vilket ytterligare pressar marginalerna. Utöver detta kan de regleringar som förväntas presenteras under åren 2025–2026 skapa ett ökat tryck på verksamheten, med skärpta krav på kvalitetssäkring, transparens och insyn. Detta medför ett ökat behov av investeringar i både drift (OPEX) och anläggningstillgångar (CAPEX), särskilt inom områden som personalresurser, digital infrastruktur och anpassningar av den operativa modellen för att möta nya regulatoriska krav.

Ett försämrat sentiment kring friskolesektorn förväntas sätta avtryck i värderingsrabatten inom sektorn. Ökad politisk osäkerhet, till följd av farhågor om potentiella förändringar vid ett maktskifte till de rödgröna partierna, förväntas således återspeglas i en lägre värderingsmultipel. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITA 6,0x på 2025/26 års prognostiserade EBITA-resultat om 73 MSEK, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 12,2 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 404 MSEK, motsvarande 28,7 kr per aktie i ett Bear scenario.

28,7 kr
Värde per aktie
Bear scenario





Lotta Smith, Verkställande Direktör

Lotta Smith, född 1972, anställd sedan år 2022, har en Master of Science från Handelshögskolan i Stockholm. Hon har mångårig internationell erfarenhet inom strategi, fastigheter och investeringar från tidigare anställningar på Industrivärden, Morgan Stanley och LEK Consulting. Lotta har även styrelseerfarenhet från Svenska Skolan i London och Ture Invest Partners AB. För närvarande är hon styrelseledamot i både Ture Invest Partners AB och Almega Utbildning. **Innehav:** 233 760 aktier.



Klas Wilborg, CFO

Klas Wilborg, född 1967, anställd sedan år 2023, är diplomerad företagsekonom från Företagsekonomiska Institutet. Han har över 30 års erfarenhet inom ekonomi och mer än 15 års erfarenhet som CFO. Klas kommer närmast från rollen som CFO på Medlink Nordic AB och var dessförinnan CFO på NGS Group AB, ett bolag noterat på Nasdaq Small Cap, där han verkade i 14 år. **Innehav:** 0 aktier.



Johan Skofteröd, Skolchef

Johan Skofteröd, född 1979, anställd sedan år 2025, har en lärarexamen från Linköpings Universitet och Linnéuniversitetet i Kalmar samt genomgått rektorsutbildning och skolchefsutbildning. Johan har lång erfarenhet av skolledarskap inom både kommunala och fristående verksamheter. Han började sin karriär som lärare och senare som rektor inom AcadeMedia och har därefter arbetat som skolchef i bland annat Lidingö Stad och Huddinge kommun. **Innehav:** 0 aktier.



Malin Eklöv, Kommunikationschef samt Hållbarhetsansvarig

Malin Eklöv, född 1989, anställd sedan år 2015, har en examen i medie- och kommunikationsvetenskap med inriktning på PR från Örebro universitet. Hon har över fem års erfarenhet som marknads- och kommunikationschef inom skolvärlden. Tidigare har Malin arbetat som marknadsassistent och haft olika roller inom telekombranschen. **Innehav:** 700 aktier.



Karin Hansson, HR-chef

Karin Hansson, född 1983, anställd sedan år 2022, har en examen från programmet för personal- och arbetslivsfrågor vid Umeå Universitet. Hon har arbetat med personalfrågor och ledarskap sedan 2009 och har de senaste sju åren varit HR-chef inom både ideell och privat sektor. Karin driver även Ledarutvecklingspodden. **Innehav:** 0 aktier.



Jonathan Paulsen, Fastighetschef

Jonathan Paulsen, född 1983, anställd sedan år 2012, är utbildad gymnasielärare i idrott och hälsa samt folkhälsovetenskap från Gymnastik- och Idrottshögskolan (GIH). Han har lång erfarenhet av pedagogiskt arbete med barn och ungdomar, främst inom Lidingö kommun. Sedan 2012 har han riktat sitt fokus inom skolvärlden mot fastighet, IT och service inom Klart Skepp-koncernen i Danderyd. **Innehav:** 5 460 aktier



Ian Conroy, Servicechef

Ian Conroy, född 1982, anställd sedan år 2012, har en Diploma in Hotel and Catering Management från Dublin Institute of Technology. Han har över 10 års erfarenhet inom hotell- och restaurangbranschen där han haft roller som restaurang- och barchef samt Guest Service Manager, både i Stockholm och på Irland. De senaste 12 åren har Ian arbetat inom fastighetsskötsel. **Innehav:** 0 aktier.



Håkan Söderström, Styrelseordförande

Håkan Söderström, född 1956, är koncernens ordförande sedan år 2023 och ledamot sedan samma år. Han har en ämneslärarexamen från Stockholms universitet samt lärarlegitimation från Skolverket. Han har genomgått flera statliga ledarskapsutbildningar, inklusive den statliga rektorsutbildningen och Skolverkets Rektorslyftet samt skolchefsutbildning. Söderström har arbetat som lärare sedan slutet av 1970-talet i Upplands Väsby och Gnesta kommun, och har varit rektor sedan slutet av 1990-talet i Upplands Väsby, Danderyd och Täby kommun. **Innehav:** 1 805 760 aktier.



Niklas Pålsson, Styrelseledamot

Niklas Pålsson, född 1972, är styrelseledamot i Koncernen sedan år 2022. Han har en ämneslärarexamen och en civilekonomexamen från Stockholms universitet. Niklas har tio års erfarenhet som legitimerad gymnasielärare och var fram till år 2022 VD för Cedergrenska AB. Innan han bytte karriär till utbildningssektorn arbetade han i tio år inom bank och finans, bland annat som mäklarchef på Alfred Berg Fondkommission. **Innehav:** 2 208 537 aktier.



Madeleine Silfverberg, Styrelseledamot

Madeleine Silfverberg, född 1974, är styrelseledamot i koncernen sedan år 2022. Hon har en juristexamen från Stockholms universitet, en Master of Law med inriktning på it-rätt från University College London, advokatexamen samt en ämneslärarexamen i juridik från Luleå tekniska universitet. Madeleine har arbetat som jurist och advokat sedan år 2000, med fokus på avtals- och bolagsrätt, och har även drivit egen advokatbyrå under flera år. Sedan 2009 undervisar hon i juridik på juristprogrammet vid Stockholms universitet, och har sedan 2017 arbetat som gymnasielärare i juridik på Tibble Campus Täby. Där har hon också vunnit guld i skol-SM i juridik år 2022. Sedan 2022 driver Madeleine en egen juristbyrå. **Innehav:** 0 aktier.



Marie Wikner, Styrelseledamot

Marie Wikner, född 1971, är styrelseledamot i bolaget sedan 2020 och i Koncernen sedan 2018. Hon är civilekonom utbildad vid Stockholms universitet och har genomgått kompletterande pedagogisk utbildning vid Malmö högskola samt studerat fristående kurser. Marie har arbetat som ämneslärare i företagsekonomi på Tibble Gymnasium och Jensen Education. Hon har även omfattande erfarenhet inom IT- och teknikbranschen, där hon bland annat har varit Account Manager och Projektledare på Oracle/Sun Microsystems, Microsoft och Safepay Sweden. **Innehav:** 700 aktier.



Cecilia Westin Borgell, Styrelseledamot

Cecilia Westin Borgell, född 1969, är styrelseledamot i koncernen sedan 2023. Hon har en civilekonomexamen från Stockholms universitet och en gymnasielärarexamen i ekonomiska ämnen från Lärarhögskolan i Stockholm. Cecilia har arbetat som gymnasielärare i ekonomiska ämnen vid Tibble Campus Täby sedan år 2000 och har varit förstälärare med ansvar för att samordna Ekonomiprogrammet sedan 2013. Innan hon vidareutbildade sig till lärare arbetade hon inom flera branscher, bland annat energi, inredning och konfektion, med fokus på marknadsföring och kommunikation. Hon har även drivit eget företag inom inredningsbranschen under flera år. **Innehav:** 29 540 aktier.



Anna Rudberg, Styrelseledamot

Anna, född 1982, är styrelseledamot i koncernen sedan 2023. Hon har en bakgrund inom Industriell Ekonomi med inriktning logistik från Linköpings universitet och har tidigare arbetat som managementkonsult på McKinsey & Company. Sedan åtta år tillbaka arbetar hon på Coor Service Management, där hon idag är affärsområdeschef med fokus på fastighet och säkerhet. Genom sin karriär har Anna haft flera chefsroller och arbetat med att utveckla verksamheter på olika sätt. Vid sidan av sitt arbete har hon även varit engagerad i barn- och ungdomsverksamheter. **Innehav:** 1 663 aktier.

Base scenario (MSEK)	2022/23	2023/24	2023/24 (proforma)	2024/25E	2024/25E (proforma)	2025/26E	2026/27E
Nettoomsättning	817,3	845,3	1 197,8	1 169,5	1 366,5	1 434,2	1 491,4
Övriga rörelseintäkter	61,4	62,6	79,5	77,5	87,0	91,2	94,7
Totala intäkter	878,7	907,9	1 277,3	1 247,0	1 453,5	1 525,3	1 586,2
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-103,0	-97,5	-99,9	-127,7	-147,0	-153,3	-157,0
Övriga externa kostnader	-199,6	-207,5	-329,9	-281,7	-328,6	-341,3	-354,4
Personalkostnader	-527,9	-536,6	-770,5	-743,7	-873,7	-915,5	-950,1
Poster av engångskaraktär	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	50,2	66,2	77,0	93,9	104,1	115,3	124,6
EBITDA-marginal (adj.)	5,5%	7,3%	6,0%	7,5%	7,2%	7,6%	7,9%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillgångar	-10,3	-10,0	-15,4	-14,1	-17,0	-18,2	-19,0
EBITA	39,8	56,2	61,6	79,8	87,1	97,1	105,6
EBITA-marginal (adj.)	4,3%	6,2%	4,8%	6,4%	6,0%	6,4%	6,7%
Av-/nedskrivningar av goodwill	-36,6	-37,1	-47,0	-50,8	-53,3	-41,7	-31,9
Övriga rörelsekostnader	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,8	19,1	14,6	29,0	33,7	55,4	73,7
EBIT-marginal (adj.)	0,1%	2,1%	1,1%	2,3%	2,3%	3,6%	4,6%
Resultat från andelar i koncernföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0,5	0,3	0,4	0,8	0,8	1,2	1,7
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,7	-3,4	-4,5	-2,1	-2,1	-0,8	0,0
EBT	-0,5	16,0	10,4	27,6	32,4	55,8	75,4
Skatt på årets resultat	-6,9	-10,1	-11,9	-5,7	-6,7	-11,5	-15,5
Uppskjuten skatt	0,4	0,7	1,1	-1,6	-1,6	2,3	2,0
Nettoresultat	-7,0	6,7	-0,4	20,3	24,1	46,6	61,8
Nettomarginal (adj.)	-1,0%	0,7%	0,0%	1,6%	1,7%	3,1%	3,9%
Antal utestående aktier (miljoner)	11,6	11,6	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Goodwill-justerad VPA	2,6	3,8	3,3	5,1	5,5	6,3	6,7

Balansräkning, Base scenario, MSEK	2022/23	2023/24 (proforma)	2024/25E	2025/26E	2026/27E
TILLGÅNGAR					
Anläggningstillgångar					
Immateriella anläggningstillgångar					
Hysesrätter och liknande rättigheter	0	0	0	0	0
Goodwill	160	195	142	100	68
Summa immateriella anläggningstillgångar	160	195	142	100	68
Materialia anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Materialia anläggningstillgångar	41	64	67	74	77
Summa materiella anläggningstillgångar	41	64	67	74	77
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Summa finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	202	259	209	174	146
Omsättningstillgångar					
Varulager med mera					
Råvaror och förnödenheter	0	0	1	1	1
Summa varulager, förnödenheter mm.	0	0	1	1	1
Kortfristiga fordringar					
Kundfordringar	1	11	11	12	12
Skattefordringar	12	12	14	14	15
Övriga kortfristiga fordringar	8	11	12	13	13
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	44	56	64	67	69
Summa kortfristiga fordringar	65	90	101	106	110
Kassa och bank	35	77	121	168	238
Summa omsättningstillgångar	100	167	222	274	349
SUMMA TILLGÅNGAR	302	426	431	448	494
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital					
Aktiekapital	1	1	1	1	1
Övrigt tillskjutet kapital	146	212	212	212	212
Summa balanserat resultat inklusive årets resultat	-14	-12	-11	9	43
<i>Eget kapital hänförligt till moderföretagets aktieägare</i>	<i>133</i>	<i>201</i>	<i>202</i>	<i>222</i>	<i>256</i>
<i>Innehav utan bestämmande inflytande</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Summa eget kapital	133	201	202	222	256
Avsättningar					
Avsättningar för uppskjuten skatt	10	14	15	13	11
Övriga avsättningar	0,0	0	0	0	0
Summa avsättningar	10	14	15	13	11
Långfristiga skulder					
Övriga skulder till kreditinstitut	25	16	16	0	0
Summa långfristiga skulder	25	16	16	0	0
Kortfristiga skulder					
Skulder till kreditinstitut	17	19	0	0	0
Förskott från kunder	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	24	37	41	49	57
Checkräkningskredit	8,44	0	0	0	0
Skatteskulder	1	12	11	10	9
Övriga kortfristiga skulder	20	31	36	38	39
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	64	95	109	116	122
Summa kortfristiga skulder	134	195	198	213	227
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	302	426	431	448	494

Kassaflödesanalys, Base scenario, MSEK	2022/23	2023/24 (proforma)	2024/25E	2025/26E	2026/27E
Den löpande verksamheten					
Resultat efter finansiella poster	0	16	32	56	75
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet	45	55	70	60	51
Betald skatt	-10	1	-7	-11	-16
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av RK	34	72	96	104	111
Ökning(-)/Minskning(+) av varulager	0	0	0	0	0
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelsefordringar	-7	8	-11	-5	-4
Ökning(+)/Minskning(-) av rörelseskulder	-4	10	22	15	14
	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	23	89	107	114	121
Investeringsverksamheten					
Förvärv/avyttring dotterföretag	4	-12	0	0	0
Förändring immateriella anläggningstillgångar	-2	-1	0	0	0
Förvärv/avyttring av materiella anläggningstillgångar	-3	-9	-20	-25	-23
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-1	-22	-20	-25	-23
Finansieringsverksamheten					
Förändring checkräkningskredit	-4	-8	0	0	0
Upptagna lån	0	0	0	0	0
Amortering av lån	-24	-24	-19	-16	0
Nyemission	0	0	0	0	0
Utdelning	0	-6	-23	-26	-28
	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-29	-39	-43	-42	-28
Periodens kassaflöde	-7	29	44	47	70
Likvida medel vid periodens början	42	48	77	121	168
Likvida medel vid periodens slut	35	77	121	168	238

Bull scenario (MSEK)	2022/23	2023/24	2023/24 (proforma)	2024/25E	2024/25E (proforma)	2025/26E	2026/27E
Nettoomsättning	817,3	845,3	1 197,8	1 183,2	1 383,9	1 475,2	1 540,6
Övriga rörelseintäkter	61,4	62,6	79,5	80,9	90,5	96,4	100,6
Totala intäkter	878,7	907,9	1 277,3	1 264,1	1 474,4	1 571,6	1 641,2
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-103,0	-97,5	-99,9	-127,5	-147,0	-154,2	-158,9
Övriga externa kostnader	-199,6	-207,5	-329,9	-286,5	-334,3	-353,1	-366,6
Personalkostnader	-527,9	-536,6	-770,5	-753,9	-886,4	-942,2	-982,7
Poster av engångskaraktär	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	50,2	66,2	77,0	96,1	106,8	122,1	132,9
EBITDA-marginal (adj.)	5,5%	7,3%	6,0%	7,6%	7,2%	7,8%	8,1%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillgångar	-10,3	-10,0	-15,4	-14,1	-17,0	-18,2	-19,0
EBITA	39,8	56,2	61,6	82,0	89,7	103,9	113,9
EBITA-marginal (adj.)	4,3%	6,2%	4,8%	6,5%	6,1%	6,6%	6,9%
Av-/nedskrivningar av goodwill	-36,6	-37,1	-47,0	-50,8	-53,3	-41,7	-31,9
Övriga rörelsekostnader	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,8	19,1	14,6	31,2	36,4	62,2	82,1
EBIT-marginal (adj.)	0,1%	2,1%	1,1%	2,5%	2,5%	4,0%	5,0%
Resultat från andelar i koncernföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0,5	0,3	0,4	0,8	0,8	1,2	1,7
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,7	-3,4	-4,5	-2,1	-2,1	-0,8	0,0
EBT	-0,5	16,0	10,4	29,8	35,0	62,6	83,7
Skatt på årets resultat	-6,9	-10,1	-11,9	-6,1	-7,2	-12,9	-17,2
Uppskjuten skatt	0,4	0,7	1,1	-1,6	-1,6	2,3	2,0
Nettoresultat	-7,0	6,7	-0,4	22,1	26,2	52,0	68,5
Nettomarginal (adj.)	-1,0%	0,7%	0,0%	1,7%	1,8%	3,3%	4,2%
Antal utestående aktier (miljoner)	11,6	11,6	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Goodwill-justerad VPA	2,6	3,8	3,3	5,2	5,7	6,7	7,1
Bear scenario (MSEK)	2022/23	2023/24	2023/24 (proforma)	2024/25E	2024/25E (proforma)	2025/26E	2026/27E
Nettoomsättning	817,3	845,3	1 197,8	1 152,6	1 343,8	1 382,8	1 401,5
Övriga rörelseintäkter	61,4	62,6	79,5	66,3	74,9	77,0	78,1
Totala intäkter	878,7	907,9	1 277,3	1 218,9	1 418,7	1 459,8	1 479,5
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-103,0	-97,5	-99,9	-125,8	-145,0	-150,1	-152,1
Övriga externa kostnader	-199,6	-207,5	-329,9	-278,6	-324,4	-334,0	-338,5
Personalkostnader	-527,9	-536,6	-770,5	-733,8	-861,0	-884,5	-895,0
Poster av engångskaraktär	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	50,2	66,2	77,0	80,7	88,4	91,1	93,9
EBITDA-marginal (adj.)	5,5%	7,3%	6,0%	6,6%	6,2%	6,2%	6,3%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillgångar	-10,3	-10,0	-15,4	-14,1	-17,0	-18,2	-19,0
EBITA	39,8	56,2	61,6	66,6	71,3	72,9	74,9
EBITA-marginal (adj.)	4,3%	6,2%	4,8%	5,5%	5,0%	5,0%	5,1%
Av-/nedskrivningar av goodwill	-36,6	-37,1	-47,0	-50,8	-53,3	-41,7	-31,9
Övriga rörelsekostnader	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,8	19,1	14,6	15,8	18,0	31,2	43,0
EBIT-marginal (adj.)	0,1%	2,1%	1,1%	1,3%	1,3%	2,1%	2,9%
Resultat från andelar i koncernföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0,5	0,3	0,4	0,8	0,8	1,2	1,7
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,7	-3,4	-4,5	-2,1	-2,1	-0,8	0,0
EBT	-0,5	16,0	10,4	14,4	16,6	31,6	44,7
Skatt på årets resultat	-6,9	-10,1	-11,9	-3,0	-3,4	-6,5	-9,2
Uppskjuten skatt	0,4	0,7	1,1	-1,6	-1,6	2,3	2,0
Nettoresultat	-7,0	6,7	-0,4	9,9	11,6	27,4	37,5
Nettomarginal (adj.)	-1,0%	0,7%	0,0%	0,8%	0,8%	1,9%	2,5%
Antal utestående aktier (miljoner)	11,6	11,6	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Goodwill-justerad VPA	2,6	3,8	3,3	4,3	4,6	4,9	4,9

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 **Cedergrenska AB** (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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.