



Cedergrenska AB ("Cedergrenska" eller "Koncernen") är en väletablerad utbildningskoncern med verksamhet från förskola till vuxenutbildning, där gymnasiesegmentet utgör kärnan. Under Q3-24/25 konsoliderades Aprendere, ett tillskott som omfattar ca 18 skolenheter och 1 880 elever, vilket både breddar Cedergrenskas geografiska avtryck och stärker närvaron inom segmentet yrkesgymnasium, en marknad med strukturell tillväxt. Parallellt har Koncernen initierat flera åtgärder i syfte att optimera kapitalstrukturen, däribland en extra utdelning (35,2 MSEK) samt ett återköpsprogram, där 7,3 % av de utestående aktierna hittills har återköpts. Återköpsprogrammet estimeras bidra till en goodwilljusterad VPA-tillväxt om ca 11,5 %, allt annat lika, och i kombination med en estimerad utdelning motsvarande 5,6 % DA, uppgår den totala avkastningen för investerare till ca 17 %. Med en stark balansräkning, god kassaflödesgenerering och en kreditfacilitet om 150 MSEK är Cedergrenska väl positionerat att generera aktieägarvärde, genom såväl selektiva förvärv som genom återköp och utdelningar. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITA 7,5x och ett estimerat EBITA-resultat om 107 MSEK för år 25/26, motiveras ett nuvärde om 52,2 (46,4) kr per aktie i ett Base scenario.

Kraftig tillväxt med förvärv som främsta drivare

Nettoomsättningen under Q3-24/25 uppgick till ca 362 MSEK (320), motsvarande en tillväxt om 58 % Y-Y, primärt drivet av förvärvsobjekten Aprendere, Nyköpings Enskilda Gymnasium, Psykologigymnasiet och Margarethaskolans Grundskola. Vid kvartalets utgång uppgick det totala antalet elever till 9 551 (6 845), varav gymnasieverksamhet stod för ca 60 % (50 %). Segmentet kännetecknas av skalfördelar och mer självgående elevgrupper, vilket medför lägre personalintensitet, en central faktor bakom Cedergrenskas starka marginalstruktur.

Starkare lönsamhetsbidrag än förväntat från Aprendere

Under det säsongsmissigt starka tredje kvartalet uppgick Cedergrenskas EBITA-resultat till ca 29,2 MSEK (20,7), motsvarande en EBITA-marginal om 8,1 % (9,0). En positiv aspekt är att Aprendere levererade en EBITA-marginal endast något under Koncernens genomsnitt, ett kvitto på en lyckad integration. Aprenderes lönsamhet har tidigare hämmats av bl.a. inflationsrelaterade kostnadsökningar, mindre skolenheter med begränsade skalfördelar samt övertagandet av skolor med låg lärarbehörighet, vilket medfört ökade rörelsekostnader till följd av rekrytering och kompetenshöjande insatser. I takt med realiserade synergier och skalfördelar genom centrala stödfunktioner estimeras lönsamheten successivt stärkas inom Aprendere, från 4,3 % år 2024/25 till 5,6 % år 2026/27.

Attraktiv risk/reward

Vi justerar våra tillväxtantaganden, främst till följd av förvärvet av Skärgårdsgymnasiet som konsolideras under Q1-25/26. Samtidigt prognostiseras en snabbare marginalförbättring inom Aprendere till följd av en lyckad integration, vilket föranlett en upprevidering av lönsamhetsantagandena. Med ett estimerat EBITA-resultat om 107 MSEK år 2025/26E, och en applicerad målmultipel om EV/EBITA 7,5x (7,5) motiveras ett nuvärde om 52,2 kr (46,4) per aktie i ett Base scenario.

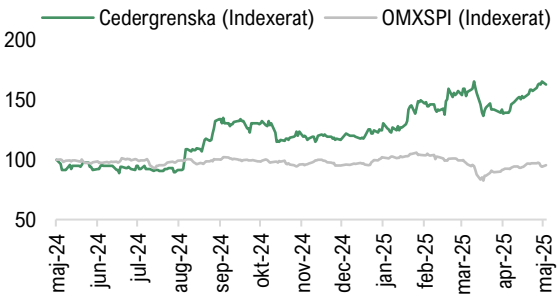
VÄRDERINGSINTERVALL

Bear	Base	Bull
29,3 kr	52,2 kr	58,7 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-05-26)	37,4
Antal Aktier (st.)	13 038 408 ¹
Market Cap (MSEK)	487,6 ¹
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	29,2 ¹
Enterprise Value (MSEK)	516,8 ¹
Lista	Nasdaq First North
Kvartalsrapport 4 2024/25	2025-08-28

KURSENTVECKLING



HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2025-03-27)

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

Prognoser (MSEK)	23/24 (proforma)	24/25E	24/25E (proforma)	25/26E	26/27E
Nettoomsättning	1 198	1 187	1 379	1 472	1 537
Övriga rörelseintäkter	79	78	87	93	86
Totala intäkter	1 277	1 266	1 466	1 565	1 623
Rörelsekostnader	-1 200	-1 169	-1 358	-1 441	-1 490
EBITDA	77	97	108	124	133
EBITDA-marginal (adj.)	6,0%	7,6%	7,4%	7,9%	8,2%
EBITA	62	85	94	107	116
EBITA-marginal (adj.)	4,8%	6,7%	6,4%	6,8%	7,1%
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITA	8,4	6,1	5,5	4,8	4,5
P/E ²	10,5	6,5	5,9	5,2	4,9

¹Med utgångspunkt i siffrorna för Q3 2024/25 har nettoskulden justerats med hänsyn till den extra utdelningen (35,2 MSEK) samt återköp av aktier (35,8 MSEK), vilket även medför ett minskat antal utestående aktier.

²Nettovinst justerat för goodwillavskrivningar

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3-4
Kommentar Q3-2024/25	5-8
Bolagsbeskrivning	9-13
Marknadsanalys	14-16
Finansiell prognos	17-21
Värdering	22-25
Bull & Bear	26
Ledning & Styrelse	27-29
Appendix	30-33
Disclaimer	34

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 Q3-24/25 till ca 9 551. Cedergrenska är noterat på First North sedan år 2021.

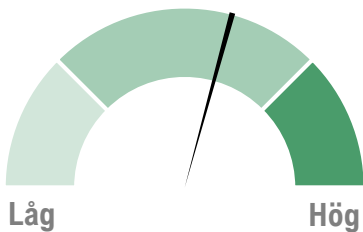
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Lotta Smith
Styrelseordförande	Håkan Söderström

ANALYTIKER

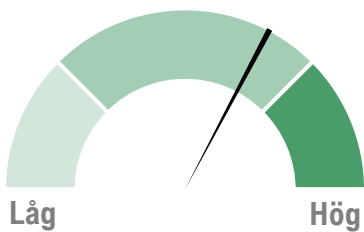
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 760 44 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



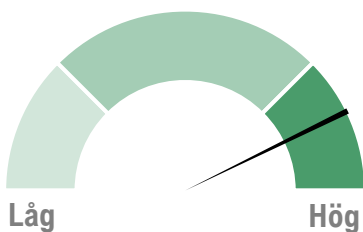
En fortsatt lyckad integration av Aprendere utgör en tydlig värde drivare, med fokus på att effektivt integrera centrala stödfunktioner och realisera synergier, vilket skapar förutsättningar för en återgång till historiska lönsamhetsnivåer för Aprendere. En fragmenterad marknad, i kombination med Koncernens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

Lönsamhet



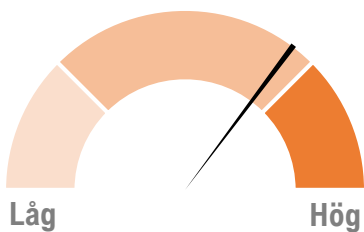
Cedergrenska har en god historik avseende lönsamhet och fritt kassaflöde (FCF), med en genomsnittlig EBITA- och FCF-marginal om 7,6 % respektive 6,1 % under de senaste sex åren. Till följd av hög inflation som primärt påverkade hyres- och matkostnader samt en släpande skolpengsrevidering minskade EBITA-marginalen 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 (12,8 %), 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 samt de praktiska implikationerna är fortsatt osäkra, men 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.

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.

Förvärvet av Aprendere – breddar utbildningsutbudet och skapar långsiktiga tillväxtmöjligheter

Under Q2-24/25 förvärvades friskolekoncernen Aprendere, ett strategiskt förvärv som under Q3-24/25 utgjorde ca 30 % av Koncernens intäkter. 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 21 MSEK för år 2025/26 beräknas multipeln sjunka till ca 3,8x 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

FRAGMENTERAD
MARKNAD
SKAPAR GODA
FÖRVÄRVS-
MÖJLIGHETER

FÖRUTSÄGBARA
KASSAFLÖDEN

aprendere
SKOLOR

DIVERSIFIERAR
INTÄKTERNA OCH
BREDDAR
UTBILDNINGS-
UTBUDET

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

88 %
BEHÖRIGHETSGRAD
GYMNASIE-
SEGMENTET
2023/24

6,8 %
EBITA-MARGINAL
2025/26E

EN OPTIMERAD
KAPITALSTRUKTUR
FÖRVÄNTAS
SKAPA BETYDANDE
MERVÄRDE

POTENTIELLA
BESLUT KAN FÅ
EN MATERIELL
PÅVERKAN

Pedagogen i fokus – framgångsrecept till en högkvalitativ undervisning

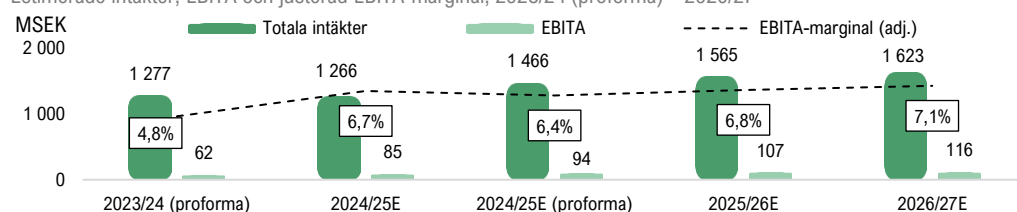
En nyckelfaktor bakom Cedergrenska's högkvalitativa undervisning är dess motto – "Pedagogen i fokus". Att rekrytera, utveckla och behålla skickliga lärare genom en långsiktig kompetensförsörjningsstrategi anses ofta avgörande för goda elevresultat. Engagerade och behöriga lärare stärker både akademiska 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.

Finansiell prognos och värdering

Mellan år 2023/24 (proforma) och år 2026/27 estimeras Koncernens intäkter växa med en CAGR om 8,3 %, för att år 2026/27 uppgå till ca 1 623 MSEK. Förvärvet av Aprendere förväntas initialt belasta Koncernens lönsamhet till följd av en strukturellt lägre marginalprofil kopplad till mindre skolenheter, ökade drifts-kostnader 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 6,8 % under motsvarande period, drivet av effektiviseringsinitiativ och integration i de centrala stödfunktionerna.

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 målmultiplikator om EV/EBITA 7,5x på Cedergrenska's estimerade EBITA-resultat om ca 107 MSEK för år 2025/26, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 11,8 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, motiveras ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 680 MSEK, motsvarande 52,2 kr per aktie i ett Base scenario.

Kapitalstrukturens potential för betydande värdeskapande

Under Q3-24/25 initierade Cedergrenska flera kapitaloptimerande åtgärder, däribland en kreditfacilitet om 150 MSEK, en extra utdelning om 35,2 MSEK samt ett återköpsprogram om upp till 50 MSEK. Återköpsprogrammet har redan nyttjats till ca 70 %, motsvarande 7,3 % av de utestående aktierna. Givet fullt nyttjande estimeras en goodwilljusterad VPA-tillväxt om ca 11,5 %, allt annat lika. Kombinerat med en förväntad ordinarie utdelning motsvarande 5,6 % direktavkastning, baserat på en aktiekurs om 37,4 kr, uppgår den totala avkastningen från återköpen och utdelningen till ca 17 %. Kreditfaciliteten och de återköpta aktierna skapar även möjliggör dessutom framtida förvärv, där ett förvärvsutrymme om 24–73 MSEK i EBITDA estimeras vid en nettoskuld/EBITDA om 1–2x, ett tydligt kvitto på att Koncernen aktivt använder balansräkningen som ett verktyg för värdeskapande.

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 uppmärksammade frågan rör vinstutdelningar, där debatten främst kretsar kring utdelningsbegränsningar för att motverka opportunism vid 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.

58 %
TILLVÄXT Y-Y
Q3-24/25

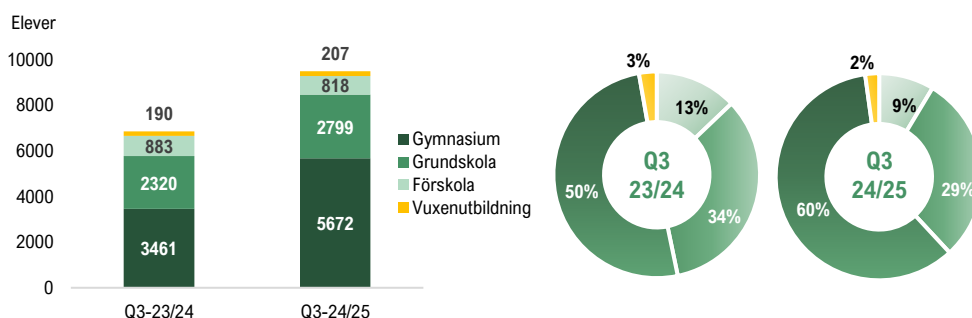
Första kvartalet efter konsolideringen av Aprendere – omsättningstillväxt om ca 58 %

Nettoomsättningen under det tredje kvartalet av det brutna räkenskapsåret 2024/25, avseende perioden januari till mars, uppgick till ca 362 MSEK (320), motsvarande en tillväxt om ca 58 %. En betydande andel är hänförligt till förvärvet av Aprendere, vilka konsoliderades per den 1 januari 2025. Proforma-omsättningen uppgick under motsvarande period föregående år till ca 322 MSEK, vilket således motsvarar en proforma-tillväxt om 12,3 % Y-Y. Enheterna från Aprendere stod för strax under 30 % av omsättningen under det tredje kvartalet, vilket justerat för detta, indikerar att resterande enheter växte med ca 10–12 % jämfört med motsvarande period föregående år, där en del av denna tillväxt kan tillskrivas de förvärvade enheterna: Nyköpings Enskilda Gymnasium, Psykologigymnasiet och Margarethaskolans Grundskola. Skolpengsökningen, vilken reviderades upp under inledningen av kvartalet, utgör även en bidragande faktor till tillväxten Y-Y.

Vid utgången av kvartalet uppgick antalet barn och elever till 9 551 (6 845), där den betydande ökningen kan tillskrivas de förvärvade enheterna. Sett till de underliggande segmenten uppgick det genomsnittliga antalet barn i **förskolan** under kvartalet till 818, en minskning om ca 7,4 % jämfört med föregående år. Nedgången förklaras främst av ogynnsam demografisk utveckling i Österåkers kommun samt avvecklingen av SPIRA Förskolor Bärnstenen i Bromma. I **grundskolan** uppgick det genomsnittliga elevantalet till 2 799, motsvarande en ökning om ca 20,7 % Y-Y, till stor del hänförlig till förvärvet av Aprendere och Margarethaskolans Grundskola. **Gymnasieverksamheten**, vilket utgör Cedergrenska största segment, redovisade ett genomsnittligt elevantal om 5 672 under kvartalet, vilket motsvarar en tillväxt om hela 63,8 % Y-Y. Ökningen är huvudsakligen förvärvsdriven, men även en följd av organisk tillväxt, där Tibble Campus Kista noterat en elevökning om 20 % till följd av ökad närvaro i Järvaområdet.

Gymnasieverksamheten har stärkts ytterligare till följd av förvärv.

Fördelning av antalet elever (snitt) per segment, Q3-23/24 vs. Q3-24/25



Källa: Cedergrenska

Vid utgången av Q3-24/25 utgjorde gymnasiesegmentet ca 60 % av det totala elevantalet, följt av grundskolan (29 %), förskolan (9 %) och vuxenutbildningen (2 %). Den betydande exponeringen mot gymnasieskolan är en bidragande orsak till Cedergrenska starka lönsamhetsprofil, då segmentet kännetecknas av skalfördelar och mer självgående elevgrupper, vilket i sin tur medför lägre personalintensitet och högre marginalpotential.

Robust lönsamhet vittnar om en effektiv verksamhet – Aprendere överträffar marginalförväntningarna

Cedergrenska levererade ett EBITA-resultat om ca 29,2 MSEK (20,7) under Q3-24/25, motsvarande en EBITA-marginal om 8,1 % (9,0) och en EBITA-tillväxt om 41 % Y-Y. Cedergrenska lyfter fram att Aprendere bidrar till lönsamheten på en nivå som något understiger genomsnittet för Koncernen som helhet. Med beaktande att Aprendere levererade en justerad EBITA-marginal om ca 3,3 % under helåret 2023/24, indikerar utfallet att lönsamhetsåterhämtningen materialiseras i en snabbare takt än våra förväntningar. Siffrorna för Q3-24/25 kan ses i ljuset av Analyst Groups prognos för H2-24/25, där ett EBITA-resultat om 48,2 MSEK estimerades, motsvarande en tillväxt om 25 % mot jämförelseperioden (H2-23/24). Det faktum att Cedergrenska redan i Q3 uppvisar en EBITA-tillväxt om 41 % Y-Y indikerar att lönsamhetsutvecklingen hittills överträffar våra estimat, då vi initialt förväntade oss en mer gradvis marginalförbättring inom Aprendere. Cedergrenska har som målsättning att förvärvet av Aprendere ska generera ett årligt EBITA-tillskott om minst 20 MSEK från och med räkenskapsåret 2026/27, vilket inkluderar beräknade nettosynergier om ca 4 MSEK på årsbasis. Det faktum att Aprenderes tidigare VD, Claudia Lindström, har klivit in i rollen som skolchef inom Koncernen och ansvarar för flera av de tidigare Aprendere-enheterna, stärker både kontinuiteten och den fortsatta integrationen.

8,1 %
EBITA-MARGINAL
Q3-24/25



12,3 %
PROFORMA-
TILLVÄXT Y-Y
Q3-24/25

	Ceder (exkl. Aprendere)	Aprendere	Proforma		Proforma
	Q3 2023/24	Q3 2023/24	Q3 2023/24	Q3 2024/25	Tillväxt Y-Y
Nettoomsättning	229,6	92,8	322,4	362,1	12,3%
EBITA	20,7	2,7	23,4	29,2	25,2%
EBITA-marginal	9,0%	2,9%	7,2%	8,1%	

Under jämförelseperioden föregående år (Q3-23/24), levererade Cedergrenska (exkl. Aprendere) ett EBITA-resultat om 20,7 MSEK, motsvarande en EBITA-marginal om 9,0 %, och Aprendere levererade ett justerat EBITA-resultat om 2,7 MSEK, motsvarande en justerad EBITA-marginal om 3,0 %. Därmed uppgick det sammanlagda proforma-resultatet till ca 23,4 MSEK, vilket motsvarar en EBITA-marginal om 7,2 %. Sett till EBITA-resultatet om 29,2 MSEK under Q3-24/25 motsvarar detta således en EBITA-tillväxt om ca 25,2 % Y-Y, ett tydligt kvitto på den starka leveransen från samtliga enheter under kvartalet.

SOLID LEVERANS
UNDER ETT
SÄSONGSMÄSSIGT
STARKT KVARTAL

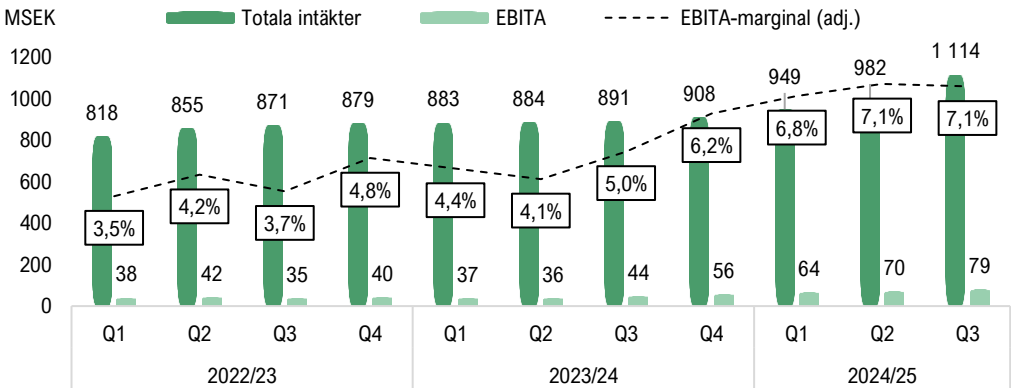
Det bör dock understrykas att det tredje kvartalet i regel är säsongsmässigt starkt. Justeringar av skolpengen träder i kraft i januari, medan löneavtal omförhandlas i september och hyreskostnader indexeras med KPI, vilket ger en fördröjd effekt i kostnadsbasen. Mot bakgrund av Cedergrenska's exponering mot gymnasieverksamhet i Stockholmsregionen, utgjorde Storsthlm's reviderade skolpeng om +2,8% för år 2025 en tydlig indikation på förbättrade marginalutsikter. Trots detta överträffade den rapporterade lönsamheten våra estimat, särskilt vad gäller Aprenderes leverans, där vi estimerat en mer försiktig återhämtning vad gäller marginalen.

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

1 114 MSEK
TOTALA INTÄKTER
LTM

7,1 %
EBITA-MARGINAL
LTM



Källa: Cedergrenska

Centrala stödfunktioner möjliggör skalbarhet

Cedergrenska lyfter i rapporten fram flera exempel på hur arbetet med centrala stödfunktioner bidrar till ökad skalbarhet inom Koncernen, vilka successivt implementerats och vidareutvecklas kontinuerligt. Bl.a. har den koncerngemensamma lönefunktionen effektiviserat lönehanteringen för Aprenderes enheter, och Koncernen ser goda möjligheter att utöka andelen elever som erbjuds näringsrik kost från Cedergrenska Mat, en satsning som samtidigt bidrar till ökad kostnadseffektivitet. Även insourcingen av lokalvård lyfts fram som ett initiativ med betydande besparingspotential. Förutom förbättrad kontroll undviker Koncernen även den 25 % moms som annars tillkommer vid köp av externa tjänster, en kostnad som inte är avdragsgill inom skolsektorn. Hittills har det sistnämnda initiativet lett till besparingar om ca 10 % jämfört med att upphandla motsvarande lokalvårdstjänster externt.

Återför helårsprognos för 2024/25

I ljuset av den starka Q3-rapporten har Cedergrenska valt att återinföra helårsprognosen för räkenskapsåret 2024/25, vilken innefattar en EBITA-marginal om minst 6 %, en omsättningsstillväxt om minst 10 % samt en goodwilljusterad vinst per aktie (VPA) om minst 4 kr. Givet att Koncernen redan uppnått en ackumulerad goodwilljusterad VPA om 3,3 kr för perioden juli 2024 – mars 2025 (Q1–Q3), anser vi att helårsprognosen framstår som för konservativ och estimerar att den med marginal kommer att överträffas.

MÅLSÄTTNING
4,0 KR
GOODWILL-
JUSTERAD VPA
2024/25

Visar prov på god kapitalallokeringsförmåga

32,5 MSEK
EXTRA
UTDELNING

Under kvartalet annonserade Cedergrenska en rad initiativ i syfte att optimera kapitalstrukturen, innefattande en revolverande kreditfacilitet om 150 MSEK, en extra utdelning om totalt 35,2 MSEK samt ett syntetiskt återköpsprogram om maximalt 50 MSEK eller 10 % av antalet utestående aktier, vilket löper fram till december 2025. Vidare uppdaterades utdelningspolicyn till ambitionen att som mest dela ut en tredjedel av den goodwilljusterade nettovinsten, där det tidigare villkoret med att utdelningen skulle motsvaras av den rapporterade nettovinsten tas bort.

40 % AV
ÅTERKÖPS-
MANDADET
NYTTJAT

Kreditfaciliteten, vilken har ingåtts till en genomsnittlig räntenivå understigande Koncernens nuvarande finansieringskostnader, skapar finansiellt utrymme för att genomföra potentiella extraordinära investeringar inom skolverksamheten, samtidigt som den understödjer den förvärvsdrivna tillväxtstrategin. Därtill möjliggörs en gradvis anpassning av kapitalstrukturen mot en nettoskuldsättningsnivå om ca 1–1,5x EBITDA, en nivå som både harmonierar med Cedergrenskas finansiella mål om högst 2x EBITDA samt med skuldsättningsprofilen hos jämförbara aktörer inom sektorn.

Under inledningen av Q4-24/25 inleddes återköpen, och summerat för april månad återköpte Cedergrenska 540 000 aktier till en genomsnittlig kurs om 32,5 kr per aktie, motsvarande 3,8 % av det totala antalet utestående aktier och omkring 35 % av det beslutade återköpsmandatet. I Q3-rapporten framgick att ca 40 % av mandatet hade genomförts per maj månad.

Genom att kombinera en kreditfacilitet med extrautdelning och återköpsprogram visar Cedergrenska prov på en tydlig och genomtänkt kapitalallokeringsstrategi. Att kreditfaciliteten upptagits på fördelaktiga villkor bekräftar marknadens förtroende för Koncernens kassaflödeskapacitet. En högre skuldsättningsgrad bidrar till en lägre kapitalkostnad (WACC) och ett effektivare utnyttjande av balansräkningen, vilket sammantaget stärker möjligheterna till ökad avkastning för aktieägarna.

Negativ rörelsekapitalförändring pressar det fria kassaflödet

13,7 MSEK
FCF, Q3-24/25

Det fria kassaflödet (FCF) uppgick under det tredje kvartalet till ca 13,7 MSEK (19,0), där minskningen Y-Y primärt kan tillskrivas en negativ förändring i rörelsekapitalet om ca –11,0 MSEK (0,3). Denna påverkan är bl.a. hänförlig till integrationen av Aprendere samt en positiv skatteeffekt under jämförelseperioden som nu normaliserats. Utvecklingen följer det säsongsmönster som är typiskt för Cedergrenska, där kapital vanligtvis binds under det första och tredje kvartalet, medan frigöring sker under det andra och fjärde. Detta är i huvudsak kopplat till terminsstarternas påverkan på kostnadsstrukturen samt säsongsmässiga variationer i personal- och driftskostnader.

41,8 MSEK
NETTOKASSA
UTGÅNGEN AV
Q3-24/25

Vid utgången av Q3-24/25 uppgick Koncernens kassa till ca 41,8 MSEK, i och med att samtliga räntebärande skulder amorterades under perioden innebär detta en nettokassa om 41,8 MSEK per den 31 mars. Det bör dock noteras att den revolverande kreditfaciliteten om 150 MSEK, återköpsprogrammet samt den extra utdelningen ännu inte återspeglas i rapporterade siffror, då samtliga dessa åtgärder trädde i kraft först under april månad.

Förvärv av Skärgårdsgymnasiet i Norrtälje stärker närvaron inom segmentet yrkesgymnasium

SKÄRGÅRDS-
GYMNASIET

50 MSEK
OMSÄTTNING

6 MSEK
EBITA-RESULTAT

12 %
EBITA-MARGINAL

Efter utgången av Q3-24/25 meddelade Cedergrenska att Koncernen förvärvat Skärgårdsgymnasiet i Norrtälje. Skolan, som har ca 285 elever, erbjuder yrkesutbildningar inom bl.a. el- och energi, frisör, naturbruk samt restaurang- och livsmedel, utbildningsområden vars efterfrågan på arbetsmarknaden är betydande, både nu och framgent. Cedergrenska tar över som huvudman från och med 1 juli 2025, d.v.s. inledningen av Q1-25/26. Skärgårdsgymnasiet omsätter ca 50 MSEK med ett justerat EBITA-resultat om ca 6 MSEK LTM, motsvarande en justerad EBITA-marginal om 12 %. Förvärvet möjliggör skalfördelar genom koncerngemensamma stödfunktioner och stärker samtidigt Cedergrenskas närvaro i Norrtälje, en av de snabbast växande kommunerna i Stockholmsregionen, med högt intresse för yrkesutbildningar. Detta bedöms skapa goda förutsättningar för fortsatt tillväxt och ett förbättrat rörelseresultat på koncernnivå.

Analyst Group ser förvärvet som ett strategiskt välavvägt tillskott till Cedergrenskas portfölj, i linje med den uttalade satsningen på yrkesgymnasier, ett segment med strukturell tillväxt, politiskt stöd och växande elevintresse. Skärgårdsgymnasiets lönsamhetsnivå överträffar branschgenomsnittet, och estimeras höja Koncernens EBITA-marginal från ca 7,1 % till ca 7,3 % LTM, allt annat lika.

Förändrad regulatorisk omvärld – fortsatt osäkerhet kring praktisk tillämpning

I april presenterades delbetänkandet "Skärpta villkor för friskolesektorn" av regeringens särskilda utredare, där flera tidigare kända förslag formaliserades, däribland ett femårigt utdelningsförbud vid nyetableringar och ägarförändringar. Det enda materiellt nya inslaget gäller att enskilda huvudmän som tar emot statsbidrag med ett kvalitetshöjande syfte inte ska kunna genomföra vinstutdelning. Då någon tydlig definition av vilka bidrag som omfattas ännu saknas, råder fortsatt osäkerhet kring den praktiska tillämpningen. Därtill råder oklarhet kring hur en eventuell karantänsregel ska utformas, exempelvis huruvida utdelning påverkas endast det år bidraget tas emot eller om flerårsbegränsningar kan bli aktuella, varför ovan nämnda förslag lämnar betydande tolkningsutrymme.

För Cedergrenska utgör statsbidragen ca 3,3 % av omsättningen på årsbasis, varav ca 80 % utgörs av riktade lönestöd som vidareförmädlas till lärarlöner. Dessa är att betrakta som kostnadsneutrala, vilket väcker frågor om huruvida även denna typ av bidrag kommer att omfattas av begränsningen. Förslagen föreslås träda i kraft den 1 juli 2027, med slutbetänkande planerat till den 31 december 2025. Analyst Group bedömer att det i dagsläget är för tidigt att dra några definitiva slutsatser om konsekvenserna för Cedergrenska. Samtidigt noteras att det förändrade regulatoriska klimatet bidrar till den riskpremie marknaden fortsatt tillämpar på sektorn. Vi vill dock understryka att Cedergrenska, med dess dokumenterade kvalitet, finansiella disciplin och långsiktiga styrning, har goda förutsättningar att möta ett mer komplext regulatoriskt landskap. De åtgärder som nyligen initierats för att optimera kapitalstrukturen vittnar om en ledning som inte enbart reagerar, utan agerar proaktivt för att säkerställa fortsatt värdeskapande. Att Koncernen även står fast vid de finansiella målen, både vad gäller lönsamhet och utdelning, anser vi sänder en tydlig signal om Cedergrenskas operativa stabilitet i en föränderlig omvärld. Sammantaget förstärker detta vår syn om att Cedergrenska är väl rustat att både parera potentiella utmaningar och fortsätta leverera avkastning till dess aktieägare, även i ett nytt och mer reglerat skolsystem.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Cedergrenska redovisar ett starkt kvartal, drivet av både hög omsättningstillväxt och stark lönsamhet, där marginalåterhämtningen inom Aprendere överträffar förväntningarna. Integrationen av Aprendere utvecklas väl, och ledningen visar dessutom prov på finansiell handlingskraft genom flera initiativ för att optimera kapitalstrukturen, samtidigt som förvärvet av Skärgårdsgymnasiet stärker Koncernens närvaro inom det strukturellt växande yrkesgymnasiesegmentet. Trots ett ökat regulatoriskt tonläge bedömer vi att Cedergrenska, med en decentraliserad struktur, god finansiell kontroll och dokumenterad undervisningskvalitet, har gynnsamma förutsättningar att navigera ett mer komplext regelverk och fortsätta skapa värde för dess aktieägare.

Ett axplock av nyckeltal från Cedergrenskas Q3-rapport.

Totala intäkter, EBITA, tillväxt Y-Y och FCF, Q3-24/25 och LTM



CEDERGRENSKA

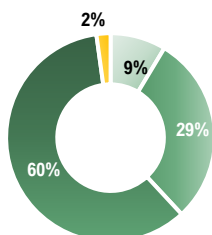
Historik - från enskild skola till ledande utbildningskoncern

Cedergrenska reser sin historia till 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.

Elever per segment

■ Förskola ■ Grundskola
■ Gymnasium ■ Vuxenutb.

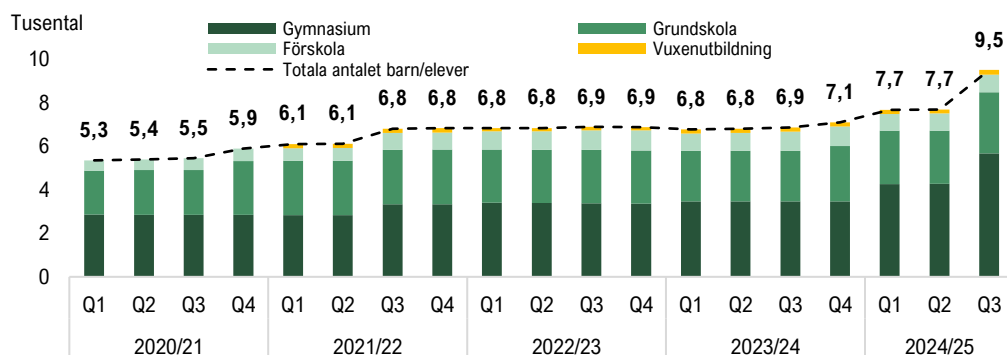


Expansionstakten intensifierades ytterligare under år 2024/25, då Cedergrenska förvärvade skolkoncernen Aprendere, vilket markerar Koncernens hittills största förvärv. Med 18 nya skolor och ca 1 880 elever stärker förvärvet Cedergrenska närvaro och kapacitet. Vidare har verksamheten breddats genom förvärvet 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 skolför, 2020/21 – 2024/25



Källa: Cedergrenska

Pedagogen i fokus

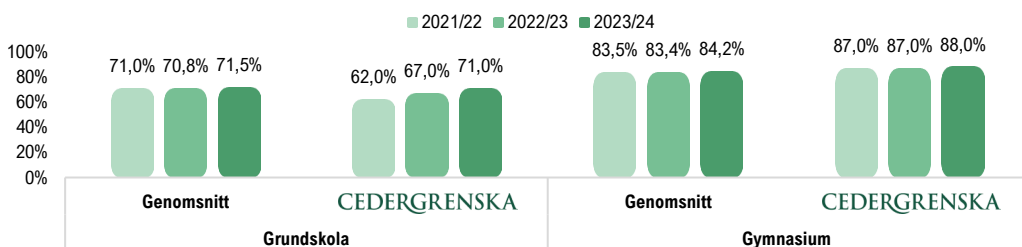
En central beståndsdel i Cedergrenska strategin och framgång avseende undervisning och attraktionskraft är fokuset på pedagogens roll för att säkerställa hög utbildningskvalitet och ett starkt varumärke. Genom att rekrytera, behålla och utveckla erfarna och behöriga lärare, med särskilt fokus på att 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.

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.

Intäktsmodell – 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 Storsthlm:s 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 intäktsmodell (skolpengen)



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 Cedergrenskas fall har statsbidragen historiskt redovisats som en del av posten övriga rörelseintäkter, vilken har legat kring 3-5 % av nettoomsättningen. I dagsläget utgör statsbidrag ca 3,3 % av nettoomsättningen på årsbasis.

Sedan år 2019/20 har Cedergrenskas 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

**PERSONAL-
KOSTNADER
UTGÖR STÖRSTA
KOSTNADSPOSTEN**

Cedergrenskas 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 Cedergrenskas brutna räkenskapsår (juli–juni), tenderar att vara det starkaste vad gäller lönsamhet, då den årliga skolpengsrevideringen temporärt stärker marginalerna.

**CENTRALA
STÖDFUNKTIONER
MÖJLIGGÖR
SKALFÖRDELAR**

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 belägningsgraden 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 belägningsgrad 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.

Cedergrenskas 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/>



Attraktivt förvärvsstrategi

Cedergrenska har etablerat en tydlig och bevisad förvärvsstrategi som grundar sig i selektiva och exklusiva dialoger med potentiella förvärvsobjekt. 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 förvärvsdialoger 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	Förvärsår	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
Fredsborg Förskola	Förskola	2019	Österåker	240
Fredsborgskolan	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
Margarethaskolans Grundskola	Grundskola	2024	Knivsta	225
Nyköpings Enskilda Gymnasium	Gymnasium	2024	Nyköping	500
Psykologigymnasiet	Gymnasium	2024	Solna	170
Aprendere	Utbildningskoncern	2024	Flertalet orter	1 850
Skärgårdsgymnasiet	Gymnasium	2025	Norrtälje	285

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

Fragmenterad marknad skapar goda förvärvsmöjligheter

En rapport från Skolverket visar att det i dagsläget 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.

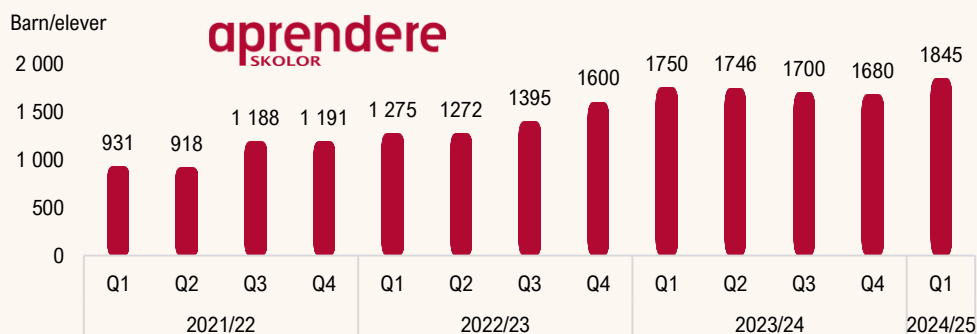
¹<https://www.skolverket.se/publikationsserier/rapporter/2024/enskilda-huvudman-i-grund-och-gymnasieskolan>
²<https://www.skolverket.se/publikationsserier/beskrivande-statistik/2024/barn-och-personal-i-forskola---hosten-2023>
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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 multipelarbitrage. 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.

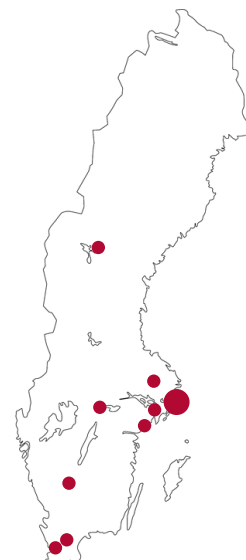
**APRENDERE
BREDDAR DEN
GEOGRAFISKA
NÄRVARON**



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 förvärvsmultiplikation om 8,7x EBITA. Det bör understrykas att rörelsemarginalen vid förvärvet var pressad, främst till följd av den sektorgemensamma inflationschocken och släpande skolegensrevideringar. 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 sammanlagt 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 skolegens kompensera för tidigare inflationschock, samtidigt som realiserade synergier och skalfördelar genom Koncernens centrala stödfunktioner estimeras leda till en återgång till historiska EBITA-marginaler strax över 5 %. Baserat på Analyst Groups estimat avseende intäkter och rörelsemarginal för Aprendere år 2025/26 samt 2026/27, sjunker förvärvsmultiplikationen till 3,8x respektive 3,2x EBITA, och anses därmed illustrera att Aprendere förvärvades till en attraktiv multiplikation, 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.

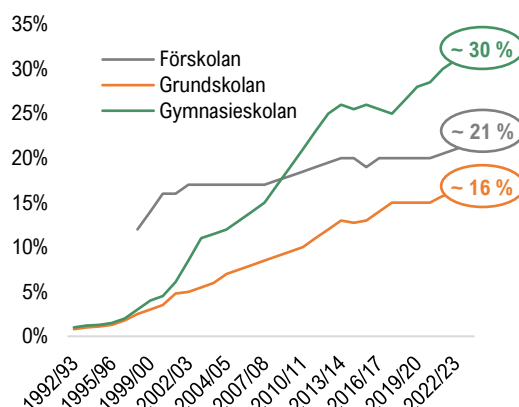
Friskolereformen, implementerad år 1992, markerade en strukturell förändring genom att möjliggöra ökad valfrihet inom utbildningssektorn. Sedan dess har skolor bedrivits av både kommunala och privata aktörer, och genom att tillåta elever att nyttja skolpengen oavsett huvudmannaskap skapades förutsättningar 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 FRISTÅENDE
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 Cedergrenskas 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

AcadeMedia

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 friskolesegmentet 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 intäktsbasen 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.

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/>

STÖDET FÖR
FRISKOLOR ÄR
STARKT INOM
CEDERGRENSKAS
HUVUDKOMMUNER

ÖKAD KVALITET OCH
INSYN FÖRVÄNTAS
LEDA TILL EN MER
STABIL PLATTFORM

Finansiell Historik – Cedergrenska (exkl. Aprendre)

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, resurs-skolor och yrkesutbildningar. Vid utgången av Q2 2024/25 uppgick antalet barn och elever till 7 680.

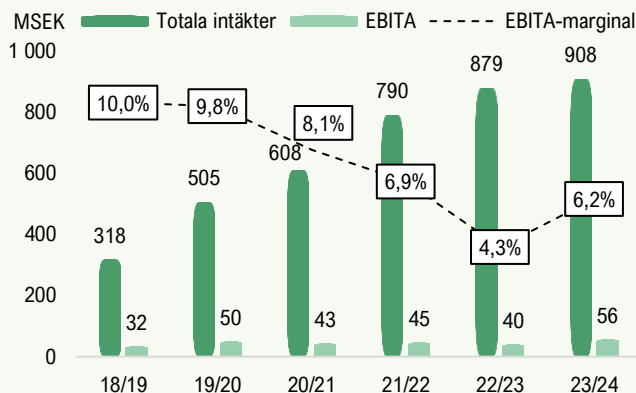
De senaste åren har gymnasieverksamheten representerat ca 50 % av Cedergrenskas elevbas, följt av grundskolan som har utgjort mellan 36–42 %, förskoleverksamheten har utgjort 10–13 %, medan vuxenutbildning historiskt har representerat en marginell andel (0–3 %). Den höga exponeringen mot gymnasiesegmentet 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 skolmåltider 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.

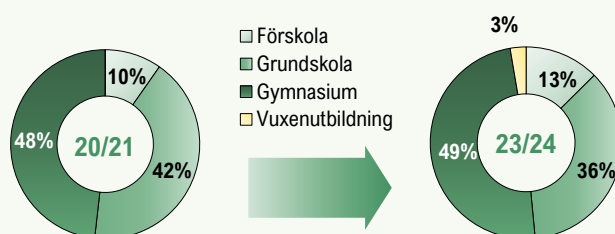
Under Q1-23/24 initierade Cedergrenska en rad effektiviseringsprojekt med målet att minska kostnaderna med minst 20 MSEK årligen. Åtgärderna omfattar personalminskningar på huvudkontoret, anpassning av verksamheterna till skolpengen samt översyn av avtal, där vissa tjänster, såsom lokalvård, kan hanteras 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

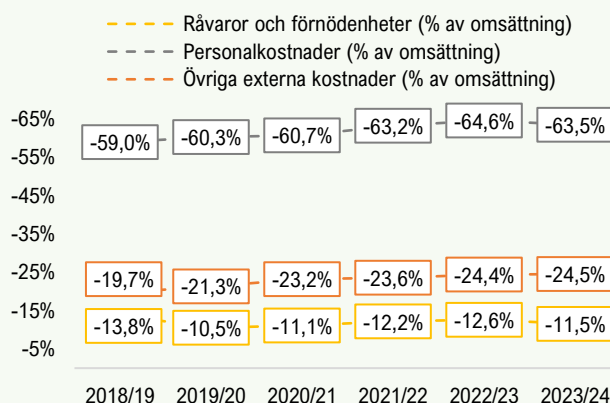
Intäkter och lönsamhet



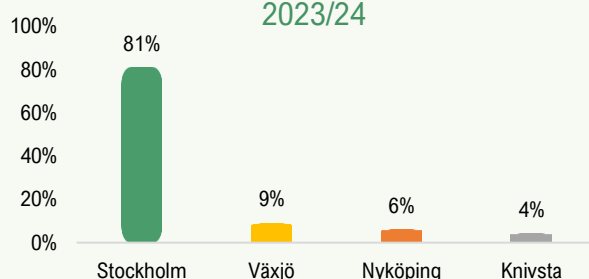
Segmentsfördelning



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 Cedergrenskas 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 Cedergrenskas 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.

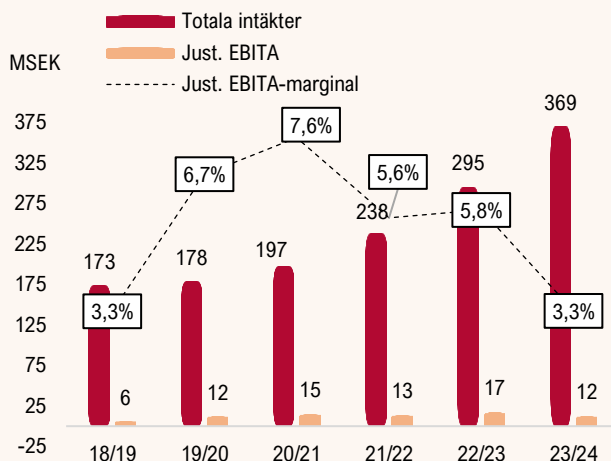
Aprendere har historiskt uppvisat en något lägre lönsamhetsprofil i jämförelse med Cedergrenska, vilket kan förklaras av en rad faktorer. Dels kan den pressade EBITA-marginalen (adj.), som minskat från ca 7,6 % år 2020/21 till 3,3 % år 2023/24, en nedgång som huvudsakligen kan förklaras av den fördröjda 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 vid förvärvstidsfallet LTM (Q1-24/25) uppgick till 2,5 %, och i Q1-24/25 isolerat uppgick den justerade EBITA-marginalen till 4,1 %.

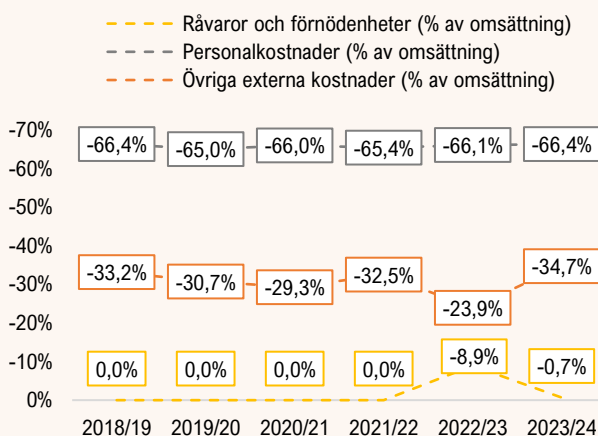
Aprendere konsoliderades i Koncernen per den 1 januari 2025 och utgjorde under det första kvartalet som en del av Cedergrenska (Q3-24/25) knappt 30 % av nettoomsättningen, motsvarande strax över 100 MSEK. Aprenderes EBITA-marginal var under kvartalet något lägre än Koncernens genomsnitt, vilket vi bedömer ligga om ca 6 %, ett utfall som indikerar en framgångsrik inledande integration.

aprendere
SKOLOR

Intäkter och lönsamhet



Kostnadsfördelning



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

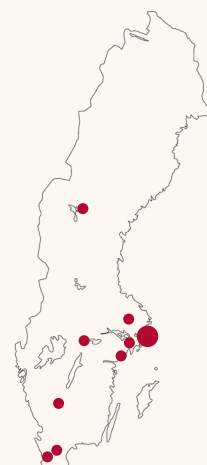
Aprendere: Översikt



18 SKOLOR



1 880 ELEVER

378 MSEK
TOTALA INTÄKTER
VID FÖRVÄRVET (LTM)2,5 %
EBITA-MARGINAL ADJ.
VID FÖRVÄRVET (LTM)

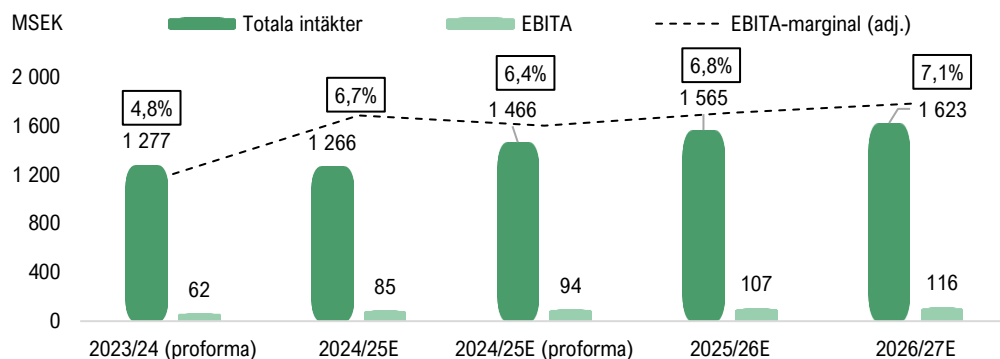
Sammanfattning av finansiell prognos (2024/25 – 2026/27E)

Analyst Group estimerar att Cedergrenska's totala intäkter, inklusive Aprendere, kommer att uppgå till ca 1 466 MSEK under år 2024/25 (proforma). Den organiska tillväxten bedöms härröra från en kombination av en gradvis ökad beläggingsgrad, 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 8,3 %, för att år 2026/27 uppgå till ca 1 622 MSEK. Antalet elever förväntas under motsvarande period öka från ca 8 600 till 10 400. På kort sikt bedöms Aprendere 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 beläggingsgrad samt realisering av kostnadssynergier och skalfördelar genom centraliserade stödfunktioner bidra till en marginalexpansion. Mot bakgrund av detta estimeras Koncernens EBITA-marginalen öka från 4,8 % år 2023/24 (proforma) till 7,1 % år 2026/27, motsvarande ett EBITA-resultat om ca 116 MSEK.

7,1 %
EBITA-MARGINAL
2026/27E

I takt med att synergier och skalfördelar 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. Aprendere)

De primära intäktsdrivarna för Cedergrenska's organiska tillväxt bedöms främst vara en gradvis ökande beläggingsgrad inom Koncernens skolor samt en utökning av klasser på befintliga enheter där efterfrågan är hög. Beläggingsnivåerna 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 beläggingsgrad i de nya klasserna. Analyst Group uppskattar att den nuvarande beläggingsgraden 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 gymnasiemarknad, 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 9,1 % fram till år 2026/27, då de totala intäkterna estimeras uppgå till 1 179 MSEK. Noterbart är att tillväxten under år 2024/25 förväntas uppgå till ca 17,4 %, främst drivet av de förvärvade enheterna, Nyköpings Enskilda Gymnasium, Margarethaskolans Grundskola och Psykologigymnasiet i Solna. Under år 2025/26 förväntas förvärvet av Skärgårdsgymnasiet utgöra en central tillväxtkomponent och under år 2026/27 estimeras en mer återhållsam organisk tillväxt.

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 expensionsmöjligheterna 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 tillväxtmöjligheter 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 8,4 % under år 2024/25, följt av en estimerad tillväxt om 5,6 % och 4,9 % under år 2025/26 respektive år 2026/27. Detta estimeras resultera i totala intäkter om 443 MSEK år 2026/27 och en elevbas om 1 970 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 förstälärare estimeras resultera i att personalkostnaderna bibehålls på nuvarande nivå om ca 63 %. Samtidigt estimeras skalfördelar uppnås inom övriga externa kostnader samt råvaror och förnödenheter, vilka bedöms minska från ca 25 % respektive 12 % av omsättningen till 24 % respektive 10 %. Denna utveckling drivs av en normalisering av skolpengen, fullt genomslag av implementerade effektiviseringsprojekt samt ytterligare realiserade skalfördelar. Förvärvet av Skärgårdsgymnasiet förväntas även utgöra en viktig lönsamhetsdrivare, då verksamheten vid förvärvstillfället uppvisade en EBITA-marginal om ca 12 % LTM. Sammantaget estimeras Cedergrenska EBITA-marginal stärkas från 6,2 % år 2023/24 till 7,7 % 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.

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

4 MSEK
ESTIMERADE
NETTOSYNERGIER
PER ÅR

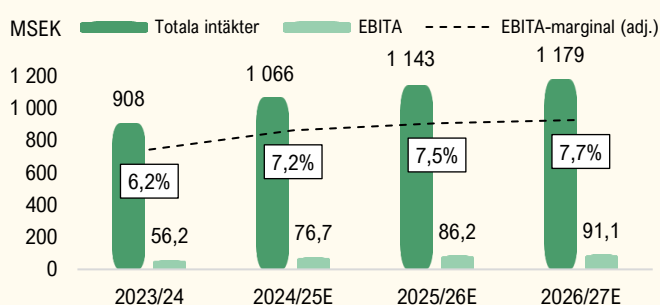
Kostnadsprognos Aprenderere

Analyst Group estimerar att personalkostnaderna kommer att förbli relativt stabila i förhållande till nettoomsättningen, inom intervallet 65–66 %. Den högre andelen personalkostnader inom Aprenderere, jämfört med Cedergrenska, förklaras av skillnader i skolformer, där yrkesgymnasier och resursskolor är mer personalintensiva verksamheter. Eftersom en betydande andel av Aprenderes 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 Aprenderes 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 Aprenderere 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 5,5 % år 2026/27.

5,5 %
EBITA-MARGINAL
APRENDERERE
2026/27E

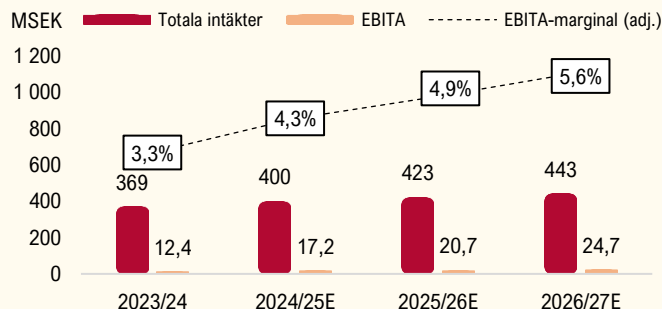
Cedergrenska (exkl. Aprenderere)

2023/24 – 2026/27E



Aprenderere

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 Aprenderes 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 1,2–1,4 % av nettoomsättningen under kommande år.

>80 %
CASH-CONVERSION

Sammantaget resulterar Cedergrenska's 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

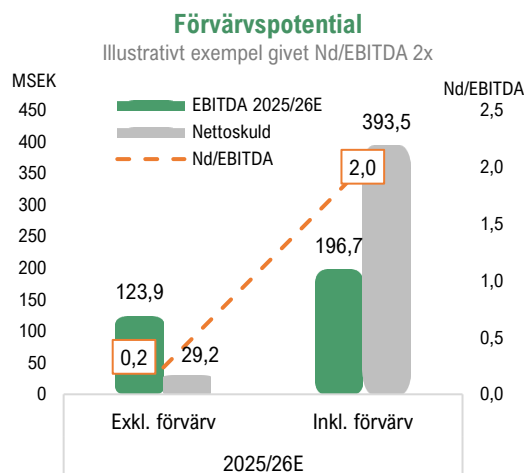
Som tidigare nämnts prognostiserar Analyst Group ej förvärv, med hänvisning till svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras. Dock vill vi fortsatt belysa det förvärvsutrymme som råder till följd av Cedergrenska 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 2,3x (1,8x) vittnar om. Cedergrenska 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 Cedergrenska skuldsättning är i linje med den långsiktiga målsättningen om högst Nd/EBITDA 2x, att Koncernen igenomslut 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 73 MSEK i EBITDA. I denna beräkning har det estimerade EBITDA-resultatet för år 2025/26 tagits i beaktning (124 MSEK), och tillsammans med potentiell EBITDA om ca 73 MSEK via förvärv, skulle Koncernens totala EBITDA-resultat uppgå till ca 197 MSEK år 2025/26. I ovan exempel tas den estimerade nettoskulden i beaktning, vilken har justerats med hänsyn till den extra utdelningen (35,2 MSEK) samt återköp av aktier (35,8 MSEK).

FÖRVÄRVsutrymme:

24–73 MSEK
i EBITDA

GIVET EN
ND/EBITDA OM
1–2x



I ett scenario där Cedergrenska successivt anpassar kapitalstrukturen mot en nettoskuldssättningsnivå om ca 1–1,5x EBITDA, en nivå som både är i linje med Koncernens finansiella mål om högst 2x EBITDA samt med skuldsättningsprofilen hos jämförbara aktörer inom sektorn, uppgår förvärvsutrymmet till ca 24–45 MSEK i EBITDA. I relation till nuvarande EBITDA LTM om ca 89 MSEK motsvarar detta en EBITDA-tillväxt om ca 27–50 %, vilket understryker Koncernens starka förvärvskapacitet givet nuvarande kapitalstruktur. Vidare har Koncernen möjlighet att använda de återköpta aktierna som förvärvsvaluta i framtida transaktioner, vilket inte reflekteras i det illustrerade scenariot ovan.

Initierat återköpsprogram förväntas bidra till ökat aktieägarvärde

Under Q3-24/25 initierade Cedergrenska flera åtgärder för att optimera kapitalstrukturen. Bland dessa återfinns en revolverande kreditfacilitet om 150 MSEK, en extra utdelning om totalt 35,2 MSEK samt ett syntetiskt återköpsprogram om upp till 50 MSEK, motsvarande maximalt 10 % av de utestående aktierna, med löptid till december 2025. Samtidigt uppdaterades utdelningspolicyn, där ambitionen är att som mest dela ut en tredjedel av den goodwilljusterade nettovinsten, varpå kravet på att utdelningen ska baseras på rapporterad nettovinst har tagits bort.

Från återköpsprogrammets start i april fram till den 23 maj 2025 har Cedergrenska återköpt över en miljon aktier till ett snittpris om ca 34,7 kr, motsvarande ca 7,3 % av utestående aktier och ca 70 % av återköpsmandatet. Givet den höga nyttjandegraden på kort tid är det sannolikt att programmet slutförs innan nästa bolagsstämma, vilket i sin tur kan bana väg för ett nytt mandat. Vid ett antagande om att resterande ca 0,4 miljoner aktier återköps till en kurs om 37,4 kr per aktie, reduceras antalet utestående aktier från cirka 14,1 till 12,7 miljoner. Baserat på våra estimat för räkenskapsåret 2025/26 samt en antagen räntenivå om 5,5 %, skulle detta scenario, allt annat lika, resultera i en ökning av den goodwilljusterade VPA med ca 11,5 %, samtidigt som P/E-talet komprimeras från 5,6x till 5,0x.

I ett mer offensivt återköpsscenario, där Koncernen gradvis anpassar kapitalstrukturen mot en nettoskuldssättningsgrad om ca 1x EBITDA, estimerar vi en VPA-ökning (goodwilljusterad) om ca 55 % och en multipelkontraktion till 3,6x 2025/26E. Det bör tilläggas att detta enbart är ett illustrativt exempel, men oaktat detta visar det 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.

Var vänlig ta del av våra ansvarsgränssningar i slutet av rapporten

AKTIEÅTERKÖP
FÖRVÄNTAS
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
Intäktsstillväxt YoY	25,1%	12,5%	12,1%	8,5%	9,7%	5,9%	9,7%	9,7%
EBITA-tillväxt Y-Y	76,9%	21,9%	N/A	22,2%	29,6%	22,7%	24,1%	22,5%
EBITA-marginal	7,1%	6,6%	3,6%	4,9%	5,3%	7,9%	5,7%	5,3%
FCF-marginal	6,2%	5,9%	Neg.	8,7%	2,4%	6,9%	6,0%	6,4%
Soliditet	47,5%	54,5%	-2,6%	21,0%	21,0%	27,0%	24,2%	21,0%
Nd/EBITDA	0,3	0,7	4,8	2,6	1,8	1,8	2,3	1,8
EV/S	0,5	0,5	0,2	0,3	0,6	0,8	0,5	0,5
EV/EBITA	6,6	7,4	5,7	7,6	11,3	10,0	8,4	7,6
EV/FCF	7,5	8,3	Neg.	3,6	25,0	11,5	12,1	9,9
Marknadsvärde	488	8 167	95	1 933	9 283	9 125	5 721	8 167

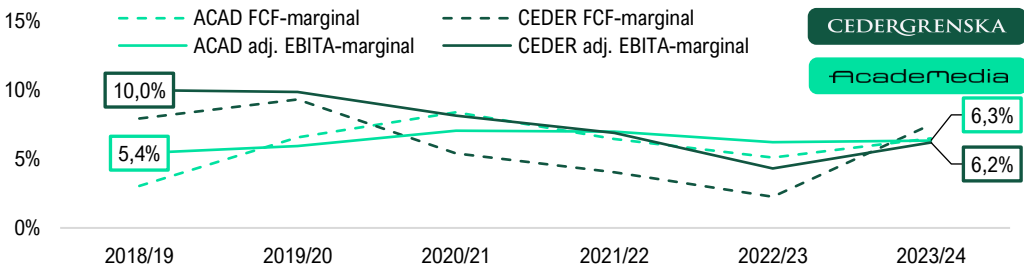
AcadeMedia utgör det primära jämförelsebolaget

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

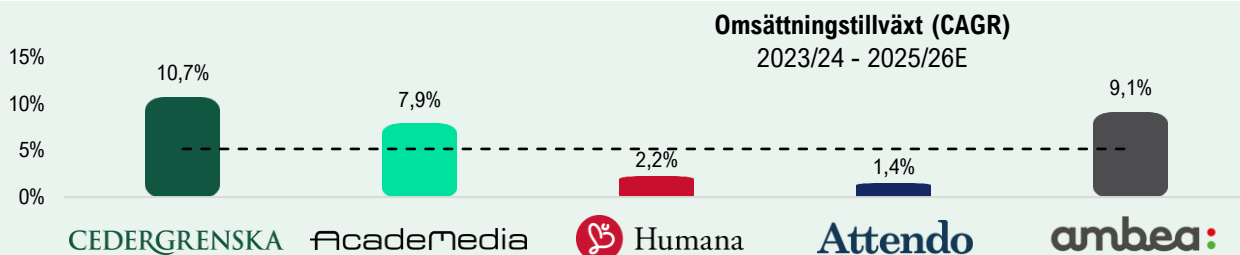
Omsorgskoncerner – skattefinansierade intäkter och regulatorisk risk

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 skolpengssystemet 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.

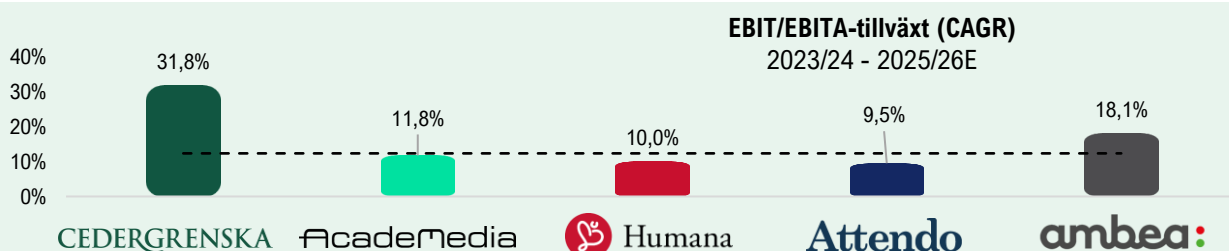
Omsorgskoncernerna har historiskt uppvisat en omsättnings-CAGR om ca 5–10 % mellan 2019–2024, medan EBITA-marginalerna har pendlat mellan 3–6,5 %. Den genomsnittliga tillväxttakten avseende det justerade EBITA-resultatet visar dock en större variation, med en CAGR om 5–17 % för omsorgskoncernerna. Analyst 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 11,5x LTM, jämfört med 6,6x LTM för Cedergrenska.

Cedergrenska förväntas uppvisa relativ styrka framgent

Cedergrenska estimeras uppvisa en stark omsättnings-CAGR om 10,7 % mellan år 2023/24 – 2025/26, att jämföra med 7,9 % för AcadeMedia och omsorgskoncernerna som förväntas växa mellan ca 1-9 % årligen. Det samlade genomsnittet för jämförelsebolagen uppgår till uppgår till 5,2 %



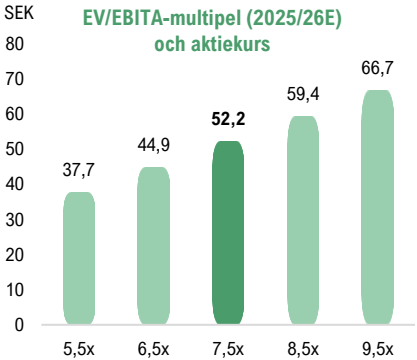
För att analysera lönsamhetstrenden under de kommande åren har den estimerade tillväxttakten i EBIT för jämförelsebolagen ställts mot Cedergrenskas estimerade EBITA-tillväxt. En utmaning i jämförelsen är att samtliga jämförelsebolag redovisar enligt IFRS 16, medan Cedergrenska tillämpar K3-regelverket. 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 32 % under de kommande två åren, vilket är avsevärt högre än AcadeMedia (11,8 % CAGR), samt högre än genomsnittet för samtliga jämförelsebolag, vilket uppgår till ca 12,4 %.



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-multiplikator är det mest lämpliga värderingsmålet. 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 multiplikatorn. 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 Cedergrenska har finansiella styrka och operativa resurser överträffar de mindre aktörer som konkurrerar om samma förvärvsobjekt. Därtill ger Cedergrenska 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 Cedergrenska 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 målmultiplikator om EV/EBITA 7,5x, i linje med AcadeMedia (LTM), på Cedergrenska's estimerade EBITA-resultat om ca 107 MSEK för år 2025/26. Tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 11,8 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, motiveras ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 680 MSEK, motsvarande 52,2 kr (46,4) per aktie i ett Base scenario.



52,2 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 värderingsmultiplikatorerna, 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 Cedergrenska's 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 7,1 % 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 11,8 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 70,3 (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 Cedergrenska's underliggande kassa-flödesstyrka och därför applicerat en diskonteringsränta som speglar ett bolag med liknande finansiella förutsättningar i en mer stabil miljö.

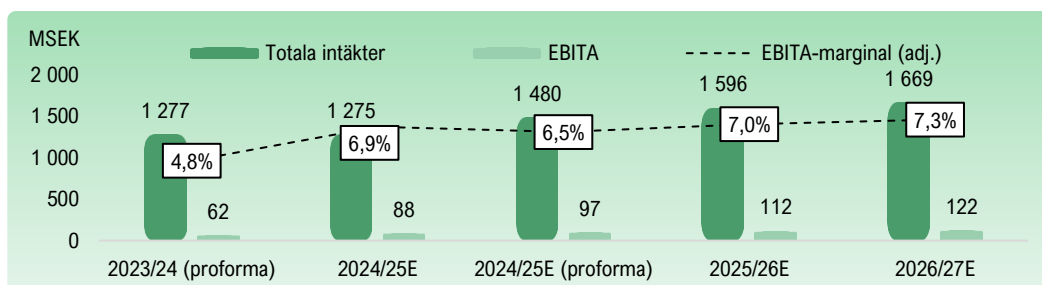
70,3 kr
Värde per aktie
DCF-modell

		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	9,8%	85,5	87,0	88,5	90,1	91,9	WACC	9,8%	75,2	81,9	88,5	95,1	101,8
	10,8%	76,2	77,2	78,3	79,5	80,8		10,8%	67,5	72,9	78,3	83,8	89,2
	11,8%	68,6	69,4	70,3	71,1	72,1		11,8%	61,3	65,8	70,3	74,7	79,2
	12,8%	62,4	63,0	63,7	64,3	65,0		12,8%	56,2	59,9	63,7	67,4	71,2
	13,8%	57,2	57,7	58,2	58,7	59,3		13,8%	51,8	55,0	58,2	61,3	64,5

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras en starkare organisk tillväxt, primärt drivet av en ökad efterfrågan på Cedergrenskas 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 Cedergrenskas 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 intäkts- 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 kostnadseffektiviseringar 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 ca 112 MSEK, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 11,8 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 765 MSEK, motsvarande 58,7 (52,7) kr per aktie i ett Bull scenario.

58,7 kr
Värde per aktie
Bull scenario

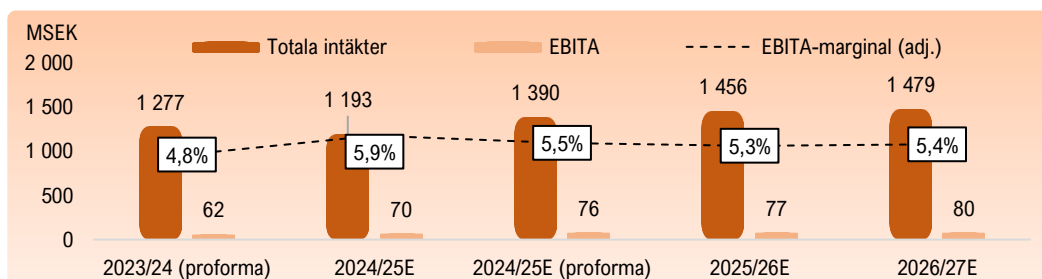


Bear scenario

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 ca 78 MSEK, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 11,8 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 382 MSEK, motsvarande 29,3 kr per aktie i ett Bear scenario.

29,3 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.

**Anne Engardt, Skolchef**

Anne Engardt, född 1970, anställd sedan år 2025, har en lärarexamen från Lärarhögskolan i Stockholm, rektorsutbildning och skolchefsutbildning från Stockholms Universitet. Anne har en gedigen bakgrund inom skollärsverksamhet både inom kommunala och fristående verksamheter. Med erfarenhet som lärare, rektor och enhetschef har hon haft ett brett ansvar för skolutveckling och organisation. Anne har varit verksam som skolchef inom Academedia, där hon ansvarat för gymnasie- och resursskolor, samt drivit frågor kring kompetensutveckling och hållbarhet. Övriga pågående uppdrag inkluderar styrelseledamot i Brf Bajonetten 4.

Innehav: 0 aktier.

**Claudia Lindström, Skolchef (yrkesgymnasium, anpassade skolor och resursskolor)**

Claudia Lindström, född 1966, anställd sedan år 2022, är tidigare affärsutvecklingsdirektör i utbildningsföretaget Atvexa sedan 2020 samt styrelseordförande i flera av Atvexas dotterbolag. Mellan 2018 och 2020 var Claudia affärschef på Skola24 och innan dess VD under 16 år på managementkonsultföretaget Humagic Group AB som hon var med och grundade 2001. Hon har även en bakgrund inom ekonomistyrning, projektledning, säljutveckling samt förvärv och nyetableringar. Claudia var tidigare VD för Apendere Skolor AB, som förvärvades av Cedergrenska i december 2024. Övriga pågående uppdrag inkluderar styrelseledamot i Brf Kattfoten mindre 14.

Innehav: 1920 aktier

**Malin Eklöw, Kommunikationschef samt Hållbarhetsansvarig**

Malin Eklöw, 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.

**Stig Fjeldheim, IT-chef**

Stig Fjeldheim, född 1982, anställd sedan år 2025, är certifierad CIO via Dataföreningen Kompetens. Han har mer än tio års erfarenhet av ledarskap, utveckling och IT från både offentlig och privat sektor. Stig kommer senast från rollen som IT-chef på Lärandegruppen och dessförinnan arbetade han som Digitaliseringschef i Upplands Väsby kommun.

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 Rectorslyftet 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 förstelärare 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	1 187,3	1 378,8	1 472,3	1 536,9
Övriga rörelseintäkter	61,4	62,6	79,5	78,3	86,9	93,0	85,8
Totala intäkter	878,7	907,9	1 277,3	1 265,7	1 465,8	1 565,2	1 622,7
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-103,0	-97,5	-99,9	-119,8	-137,0	-146,4	-151,7
Övriga externa kostnader	-199,6	-207,5	-329,9	-285,2	-330,4	-349,0	-359,5
Personalkostnader	-527,9	-536,6	-770,5	-763,9	-890,5	-945,9	-978,7
Poster av engångskaraktär	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	50,2	66,2	77,0	96,8	107,9	123,9	132,9
EBITDA-marginal (adj.)	5,5%	7,3%	6,0%	7,6%	7,4%	7,9%	8,2%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillgångar	-10,3	-10,0	-15,4	-11,5	-14,0	-17,0	-17,2
EBITA	39,8	56,2	61,6	85,3	93,8	106,9	115,7
EBITA-marginal (adj.)	4,3%	6,2%	4,8%	6,7%	6,4%	6,8%	7,1%
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	34,4	40,5	65,2	83,8
EBIT-marginal (adj.)	0,1%	2,1%	1,1%	2,7%	2,8%	4,2%	5,2%
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	1,8	2,4
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,7	-3,4	-4,5	-3,3	-3,3	-3,2	-2,0
EBT	-0,5	16,0	10,4	31,9	37,9	63,9	84,1
Skatt på årets resultat	-6,9	-10,1	-11,9	-6,6	-7,8	-13,2	-17,3
Uppskjuten skatt	0,4	0,7	1,1	-0,9	-0,9	1,9	2,1
Nettoresultat	-7,0	6,7	-0,4	24,4	29,2	52,6	68,9
Nettomarginal (adj.)	-1,0%	0,7%	0,0%	1,9%	2,0%	3,4%	4,2%
Antal utestående aktier (miljoner)	11,6	11,6	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Goodwill-justerad VPA	2,6	3,8	3,6	5,8	6,3	7,2	7,7

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
Materialla anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Materialla anläggningstillgångar	41	64	66	70	74
Summa materiella anläggningstillgångar	41	64	66	70	74
Finansiella anläggningstillgångar					
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Summa finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	202	259	208	171	142
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	13
Skattefordringar	12	12	14	15	15
Övriga kortfristiga fordringar	8	11	12	13	14
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	44	56	64	69	72
Summa kortfristiga fordringar	65	90	102	108	113
Kassa och bank	35	77	147	193	244
Summa omsättningstillgångar	100	167	249	303	358
SUMMA TILLGÅNGAR	302	426	457	473	500
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	-43	-19	20
<i>Eget kapital hänförligt till moderföretagets aktieägare</i>	<i>133</i>	<i>201</i>	<i>170</i>	<i>194</i>	<i>233</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	170	194	233
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	76	51	26
Summa långfristiga skulder	25	16	76	51	26
Kortfristiga skulder					
Skulder till kreditinstitut	17	19	0	0	0
Förskott från kunder	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	24	37	39	47	55
Checkräkningskredit	8,44	0	0	0	0
Skatteskulder	1	12	11	10	9
Övriga kortfristiga skulder	20	31	36	39	40
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	64	95	110	119	126
Summa kortfristiga skulder	134	195	196	215	230
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	302	426	457	473	500

Kassaflödesanalys, Base scenario, MSEK	2022/23	2023/24 (proforma)	2024/25E	2025/26E	2026/27E
Den löpande verksamheten					
Resultat efter finansiella poster	0	16	38	63	84
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet	45	55	67	59	49
Betald skatt	-10	1	-8	-13	-17
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av RK	34	72	97	109	116
Ökning(-)/Minskning(+) av varulager	0	0	0	0	0
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelsefordringar	-7	8	-12	-7	-5
Ökning(+)/Minskning(-) av rörelseskulder	-4	10	20	19	15
	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	23	89	106	121	126
Investeringsverksamheten					
Förvärv/avyttring dotterföretag	4	-12	0	0	0
Förändring immateriella anläggningstillgångar	-2	-1	0	0	0
Förvärv/avyttring av materiella anläggningstillgångar	-3	-9	-16	-21	-20
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-1	-22	-16	-21	-20
Finansieringsverksamheten					
Förändring checkräkningskredit	-4	-8	0	0	0
Upptagna lån	0	0	60	0	0
Amortering av lån	-24	-24	-19	-25	-25
Nyemission	0	0	0	0	0
Utdelning	0	-6	-60	-28	-30
	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-29	-39	-19	-53	-55
Periodens kassaflöde	-7	29	70	46	51
Likvida medel vid periodens början	42	48	77	147	193
Likvida medel vid periodens slut	35	77	147	193	244

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	1 196,4	1 392,5	1 501,9	1 569,9
Övriga rörelseintäkter	61,4	62,6	79,5	78,8	87,7	94,6	98,8
Totala intäkter	878,7	907,9	1 277,3	1 275,3	1 480,2	1 596,5	1 668,7
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-103,0	-97,5	-99,9	-120,7	-138,3	-149,2	-155,9
Övriga externa kostnader	-199,6	-207,5	-329,9	-287,2	-333,2	-359,2	-372,8
Personalkostnader	-527,9	-536,6	-770,5	-768,4	-897,7	-958,8	-1 001,0
Poster av engångskaraktär	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	50,2	66,2	77,0	99,0	111,0	129,2	138,9
EBITDA-marginal (adj.)	5,5%	7,3%	6,0%	7,8%	7,5%	8,1%	8,3%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillgångar	-10,3	-10,0	-15,4	-11,5	-14,0	-17,0	-17,1
EBITA	39,8	56,2	61,6	87,5	96,9	112,2	121,8
EBITA-marginal (adj.)	4,3%	6,2%	4,8%	6,9%	6,5%	7,0%	7,3%
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	36,7	43,6	70,5	89,9
EBIT-marginal (adj.)	0,1%	2,1%	1,1%	2,9%	2,9%	4,4%	5,4%
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	1,8	2,4
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,7	-3,4	-4,5	-3,3	-3,3	-3,2	-2,0
EBT	-0,5	16,0	10,4	34,1	41,0	69,2	90,2
Skatt på årets resultat	-6,9	-10,1	-11,9	-7,0	-8,5	-14,2	-18,6
Uppskjuten skatt	0,4	0,7	1,1	-0,9	-0,9	1,9	2,1
Nettoresultat	-7,0	6,7	-0,4	26,2	31,7	56,8	73,8
Nettomarginal (adj.)	-1,0%	0,7%	0,0%	2,1%	2,1%	3,6%	4,4%
Antal utestående aktier (miljoner)	11,6	11,6	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Goodwill-justerad VPA	2,6	3,8	3,6	5,9	6,5	7,6	8,1
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	1 127,8	1 316,3	1 378,7	1 400,8
Övriga rörelseintäkter	61,4	62,6	79,5	64,8	73,3	76,9	78,2
Totala intäkter	878,7	907,9	1 277,3	1 192,6	1 389,6	1 455,6	1 478,9
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-103,0	-97,5	-99,9	-123,1	-142,0	-149,8	-152,2
Övriga externa kostnader	-199,6	-207,5	-329,9	-270,7	-315,9	-330,5	-335,4
Personalkostnader	-527,9	-536,6	-770,5	-717,1	-841,5	-880,9	-894,3
Poster av engångskaraktär	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	50,2	66,2	77,0	81,7	90,2	94,4	97,0
EBITDA-marginal (adj.)	5,5%	7,3%	6,0%	6,9%	6,5%	6,5%	6,6%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillgångar	-10,3	-10,0	-15,4	-11,5	-14,0	-17,0	-17,1
EBITA	39,8	56,2	61,6	70,3	76,2	77,5	79,9
EBITA-marginal (adj.)	4,3%	6,2%	4,8%	5,9%	5,5%	5,3%	5,4%
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	19,4	22,9	35,8	48,0
EBIT-marginal (adj.)	0,1%	2,1%	1,1%	1,6%	1,6%	2,5%	3,2%
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	1,8	2,4
Räntekostnader och liknande resultatposter	-3,7	-3,4	-4,5	-3,3	-3,3	-3,2	-2,0
EBT	-0,5	16,0	10,4	16,9	20,3	34,4	48,3
Skatt på årets resultat	-6,9	-10,1	-11,9	-3,5	-4,2	-7,1	-10,0
Uppskjuten skatt	0,4	0,7	1,1	-0,9	-0,9	1,9	2,1
Nettoresultat	-7,0	6,7	-0,4	12,5	15,2	29,3	40,5
Nettomarginal (adj.)	-1,0%	0,7%	0,0%	1,0%	1,1%	2,0%	2,7%
Antal utestående aktier (miljoner)	11,6	11,6	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Goodwill-justerad VPA	2,6	3,8	3,6	4,9	5,3	5,4	5,6

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG 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.