

Från expansion till avkastning – beläggningslyft driver marginalerna

Tellusgruppen ("Tellusgruppen" eller "Koncernen") är en diversifierad utbildningskoncern med verksamhet inom förskola, grundskola, utbildningsresurser, måltidsresurser och barnpassning. Koncernens decentraliserade dotterbolagsstruktur, i kombination med centrala stödfunktioner, skapar både operationell flexibilitet och skalbarhet. Efter en intensiv expansionsfas mellan åren 2019–2023, med 13 nyetablerade skolenheter, har ett betydande kapacitetsutrymme byggts upp. Koncernen har redan visat förmåga att kapitalisera på detta, vilket återspeglas i stigande beläggning och stärkt lönsamhet. Vidare estimeras Utbildningsresurser, med fokus på modersmålsundervisning, studiehandledning och bemaning, utgöra en växande andel av intäktsbasen och bidra till högre lönsamhet samt minskad exponering mot skolpengen. En justerad Nd/EBITDA om 1,0x¹ LTM ger även Tellusgruppen finansiellt utrymme för fortsatt selektiv konsolidering i en fragmenterad marknad. Genom en *Sum-of-the-Parts*-värdering av Koncernens segment härleds ett motiverat nuvärde om 7,0 kr per aktie i ett Base scenario, baserat på en implicit EV/EBITA-multipel om 7,0x på 2026 års estimerade EBITA-resultat om ca 26 MSEK.

Ökad beläggning utgör nyckeln till stärkt lönsamhet

Trots demografisk motvind och fallande elevunderlag har Tellusgruppen ökat beläggningsgraden inom förskoleverksamheten, från ca 65 % år 2021 till 82 % under Q2–25. Den låga initiala beläggningsgraden speglar effekten av 13 nyetableringar mellan åren 2019–2023. De profilerade skolkoncepten har varit en viktig drivkraft bakom den ökade elevtillströmningen och utgör ett tydligt kvitto på Koncernens positioneringsförmåga och operativa motståndskraft. En fortsatt beläggningsökning förväntas driva ytterligare marginalexpansion genom skalbarhet i enhetsstrukturen, vilket återspeglas i estimerade EBITA-marginaler om 4,7 % respektive 5,3 % för 2026 respektive 2027.

Fragmenterad marknad skapar förvärvsmöjligheter

Tellusgruppen har genom en historik av ett 30-tal transaktioner etablerat ett beprövat ramverk för förvärv. En fragmenterad marknad, i kombination med skärpta regulatoriska krav på insyn och kvalitet, förväntas påskynda konsolideringstakten då mindre aktörer har svårt att bära de ökade kostnaderna, en utveckling som gynnar finansiellt starka aktörer såsom Tellusgruppen. Med en justerad Nd/EBITDA om 1,0x¹ LTM, där även tilläggsköpeskillingen från Omniglot beaktas, så finns det fortsatt utrymme att agera opportunistiskt genom selektiva förvärv.

Prisökansliga säljflöden skapar attraktivt ingångsläge

Under år 2025 har ett tydligt säljtryck noterats i aktien, vilket haft en negativ påverkan på kursutvecklingen. Då försäljningen tycks ha skett med begränsad hänsyn till prisnivå har ett säljöverhäng uppstått, som tillfälligt pressat värderingen. Vi bedömer att detta lett till en tillfällig felsprissättning, och därmed ett attraktivt ingångsläge med god *Risk-Reward* för långsiktiga investerare.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

4,5 kr

Base

7,0 kr

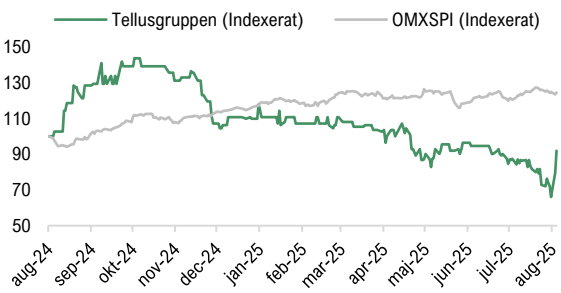
Bull

9,7 kr

Nyckeldata

Senast betalt (2025-08-13)	5,1
Antal Aktier (st.)	17 755 419
Market Cap (MSEK)	90,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) ¹	30,0
Enterprise Value (MSEK) ¹	120,5
Lista	Nasdaq First North
Kvartalsrapport 3 2025	2025-10-24

KURsutveckling



HUVUDÄGARE (2025-06-30)

INSYNSPERSON

Bina Holding AB	57,8 %
Adelko AB	8,2 %
Mangold Fondkommission AB	7,9 %
Idiomas Holding AB	3,2 %
Malin Hökeberg	2,9 %

PROGNOSE (MSEK)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	399	451	493	517	538
Övriga rörelseintäkter	28	31	31	30	28
Totala intäkter	427	482	524	547	566
Rörelsekostnader	-414	-468	-497	-517	-532
EBITDA	13	14	27	30	34
EBITDA-marginal (adj.)	3,1%	2,8%	5,2%	5,5%	6,0%
EBITA	7	11	22	26	30
EBITA-marginal (adj.)	1,5%	2,3%	4,2%	4,7%	5,3%
EV/S	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	9,1	8,9	4,4	4,0	3,5
EV/EBITA	18,4	10,9	5,4	4,7	4,0

¹Nettoskuden har justerats med hänsyn till tilläggsköpeskillingen som uppstod vid förvärvet av Omniglot, vilken värderas till ca 26,6 MSEK. Skuden avses konverteras till ett lån med 12 mån löptid under år 2025.

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-14
Värdering	15-17
Bull & Bear scenario	18
Ledning & Styrelse	19-20
Appendix	21-22
Disclaimer	23

OM BOLAGET

Tellusgruppen är en långsiktig ägare av välskötta verksamheter inom utbildning och barnomsorg. Koncernen är idag huvudman för 28 förskolor och sju grundskolor samt bedriver kompletterande tjänsteområden inom utbildningsresurser, måltidsresurser och barnpassning. Förskoleverksamheten är geografiskt koncentrerad till Stockholms- och Uppsala län, medan grundskolorna återfinns i Stockholm, Enköping och Linköping. Koncernens strategi bygger på att genom en decentraliserad dotterbolagsstruktur utveckla lönsamma, växande och högkvalitativa verksamheter med stark lokal förankring. Tellusgruppen grundades år 2012 och är noterat på First North sedan år 2021.

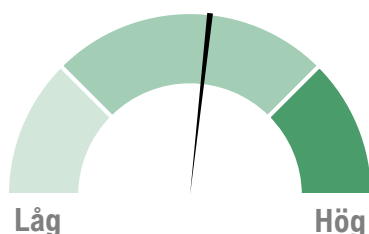
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Bijan Fahimi
Styrelseordförande	Thomas Gür

ANALYTIKER

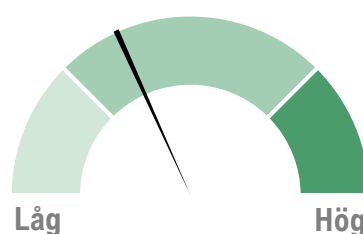
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 76 044 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



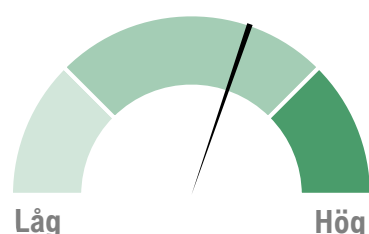
Den främsta värde drivaren utgörs av en successivt stärkt lönsamhet, drivet av högre beläggning inom för- och grundskolor, en växande andel intäkter från Utbildningsresurser samt realiserade synergier i de centrala stödfunktionerna. Därutöver bedöms förvärv inom både skolverksamheten och de kompletterande segmenten utgöra centrala värde drivare med potential att successivt bredda intäktbasen, även om detta ej är inkluderat i prognoserna.

Lönsamhet



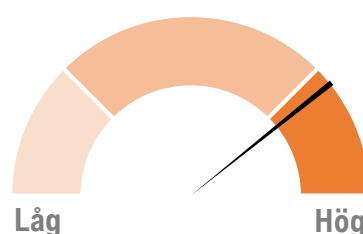
Tellusgruppen har en lång historik av lönsamhet, men vände till förlust på rörelsenivå under år 2021 till följd av en intensiv etableringsfas 2019–2023, vikande barnkullar, hög inflation samt en fördröjd revidering av skolpengen. Sedan dess har marginalerna successivt stärkts och Koncernen är på god väg att återgå mot historiska lönsamhetsnivåer, vilket återspeglas i en EBITA-marginal om 4,7 % LTM. Betyget är dock endast baserat på historik och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Ledning och styrelse består av ett erfaret team med bred erfarenhet från den svenska utbildningssektorn. Koncernen har en stark ägarstruktur, där ca 58 % kontrolleras av VD och styrelseledamot, tillika medgrundare. Detta ingjuter förtroende och talar för att de kommer skapa fortsatt aktieägarvärde. Samtidigt innebär ägar-koncentrationen en majoritetskontroll över bolagsstyrningen, vilket kan begränsa minoritetens inflytande.

Risk



Tellusgruppens intäktsmodell är skattefinansierad, varför politiska och regulatoriska förändringar utgör ett centralt riskmoment. Regleringar av friskolesektorn kan påverka intäkterna, utdelningskapaciteten och möjligheterna till expansion. Sett till det finansiella så har Koncernen en tilläggsköpeskilling från förvärvet av Omniglot om ca 26,6 MSEK, vilken avses omvandlas till ett lån med 12 månaders löptid. Analyst Group utesluter därför inte att externt kapital kan komma att behövas framgent för att refinansiera skulden.

OUTNYTTJAD
KAPACITET BANAR
VÄG FÖR TILLVÄXT
OCH STÄRKT
LÖNSAMHET

ROBUST
LÖNSAMHET INOM
SEGMENTET
UTBILDNINGS-
RESURSER

30 %
OMSÄTTNINGS-CAGR
2019-2024

7,0 KR
VÄRDE PER AKTIE
BASE SCENARIO

POLITISKA
BESLUT UTGÖR
EN CENTRAL
RISKFaktor

Stärkt beläggningsgrad trots fallande elevunderlag utgör ett kvitto på operativ motståndskraft

I en marknad där intäkten per elev är reglerad och lönsamhetspotentialen därmed i hög grad avgörs av förmågan att attrahera och behålla elever, blir positionering och pedagogiskt differentierade erbjudanden centrala konkurrensfaktorer. Genom Koncernens profilerade koncept, såsom kulturförskola, friluftsförskola, tvåspråkiga alternativ samt Robinson- och Thea-varumärken, har Tellusgruppen etablerat en tydlig nisch i en annars relativt homogen skolsektor. Differentieringen bedöms ha bidragit till en stabil elevtillströmning även i ett demografiskt utmanande marknadsklimat med minskande födelsetal. Under perioden 2019-2023 etablerade Koncernen 13 nya skolenheter, vilket initialt medförde ett underutnyttjat kapacitetsutrymme. Sedan år 2021 har dock beläggningsgraden inom förskoleverksamheten stärkts från ca 65 % till 82,4 % vid utgången av Q2-25, trots att antalet nyfödda barn/år i Sverige minskat med ca 14 % under samma period. Att Koncernen lyckats öka kapacitetsutnyttjandet i en krympande marknad vittnar om operationell styrka och ett konkurrenskraftigt erbjudande. Den förbättrade beläggningen är i sin tur en bärande förklaring till den marginalåterhämtning som skett under det senaste året, då EBITA-marginalen stärkts från ca 2,3 % år 2024 till 4,7 % LTM. Analyst Group bedömer att ett fortsatt stigande kapacitetsutnyttjande möjliggör ytterligare marginalexpansion genom operationell hävstång i den befintliga enhetsstrukturen.

Utbildningsresurser – strukturell tillväxt i attraktiva nischområden

Trots att för- och grundskoleverksamheten utgör lejonparten av Koncernens intäkter, står segmentet Utbildningsresurser för ca 22 % av rörelseresultatet LTM, drivet av en starkare lönsamhetsprofil än övriga verksamheter. Segmentet adresserar strukturellt attraktiva nischområden såsom modersmålsundervisning, studiehandledning och bemanningstjänster, kompletterat av AI-baserade initiativ. Till skillnad från den skolpengsfinansierade verksamheten erbjuder Utbildningsresurser en mer diversifierad intäktsmodell med lägre regulatorisk exponering. I takt med att intäktssandelen från verksamheter utanför skolpengssystemet ökar, bedöms den politiska risken minska, vilket på sikt kan verka som katalysator för multipelexpansion. Analyst Group estimerar att segmentet kommer utgöra ca 14 % av Koncernens intäkter år 2026, med en EBITDA-marginal om ca 13 %. Givet segmentets lönsamhet och strukturella tillväxt drivare bedömer vi att den underliggande värderingspotentialen inte fullt ut återspeglas i dagens värdering.

Lönsam tillväxtplattform med fortsatt utrymme för förvärv

Tellusgruppen har uppvisat en stark historisk tillväxt med en CAGR om ca 30 % mellan åren 2019–2024, drivet av såväl organisk expansion som förvärv. Framgent bedöms ökad beläggning inom för- och grundskoleverksamheten samt tillväxt inom Utbildningsresurser utgöra centrala drivkrafter till organisk tillväxt och marginalförbättring. Samtidigt möjliggör Koncernens etablerade förvärvsramverk, med erfarenhet från ca 30 transaktioner, fortsatt selektiv konsolidering i en fragmenterad marknad där många mindre aktörer brottas med lönsamhetsutmaningar. Skärpta regulatoriska krav på insyn och kvalitet förväntas dessutom påskynda denna utveckling, vilket gynnar större och finansiellt starka aktörer såsom Tellusgruppen. Koncernen har byggt upp en skalbar central plattform med gemensamma lednings- och stödfunktioner, vilket bäddar för högre lönsamhet i takt med att nya enheter integreras. Med en justerad nettoskuld/EBITDA om 1,0x LTM, inklusive tilläggssköpeskillingen från förvärvet av Omniglot, bedöms den finansiella positionen ge utrymme för ytterligare strategiska förvärv, även om dessa inte ingår i prognoserna.

Finansiell prognos och värdering

Mellan åren 2025–2027 estimeras en tillväxt-CAGR om 6,2 %, motsvarande en omsättning om ca 567 MSEK år 2027. Samtidigt estimeras EBITA-marginalen stärkas gradvis, från 2,3 % år 2024 till 4,7 % år 2026 och 5,3 % år 2027. Baserat på en *Sum-of-the-Parts*-värdering härleds ett motiverat nuvärde om 7,0 kr per aktie i ett Base scenario, med en antagen EV/EBITA-multiplikator om 7,0x på det estimerade EBITA-resultatet om 25,8 MSEK år 2026. Ett betydande säljtryck i aktien under år 2025, med begränsad hänsyn till prisnivå, har tillfälligt pressat värderingen. Vi bedömer att detta har skapat ett attraktivt ingångsläge för långsiktiga investerare med en gynnsam *Risk-Reward*-profil.

Politiska och regulatoriska risker medför en inneboende riskpremie i sektorn

Friskolesektorn har sedan 1990-talets reformer präglats av politisk laddning, där fokus skiftat från valfrihet till frågor om vinstuttag, skolpengens utformning och ägarstruktur. Vinstbegränsningar är ett återkommande tema, särskilt i valrörelser, vilket bidrar till sektorns regulatoriska riskpremie. Även om förslag om vinstförbud lyfts, har tidigare lagstiftningsförsök stött på juridiska och praktiska hinder. Den politiska risken kvarstår dock som en osäkerhetsfaktor, där förändringar i skolpengssystemet och utdelningsmöjligheter kan få materiell påverkan på Koncernens verksamhet, varför investerare bör bevaka utvecklingen noggrant.

Tellusgruppen i kort

Tellusgruppen grundades år 2012 och är en fristående skolkoncern som idag är huvudman för 28 förskolor och sju grundskolor, därtill med kompletterande tjänsteområden inom utbildningsresurser, måltidslösningar och barnpassning. Förskoleverksamheten är geografiskt koncentrerad till Stockholms- och Uppsala län, medan grundskolorna återfinns i Stockholm, Enköping och Linköping.

Vid utgången av Q2-25 uppgick antalet inskrivna barn och elever till totalt 2 775, där förskoleverksamheten stod för den största andelen av elevunderlaget. Från att initialt ha varit en renodlad förskoleaktör har Tellusgruppen vuxit till en diversifierad utbildningskoncern bestående av fem verksamhetsområden: Förskoleverksamhet, Grundskoleverksamhet, Utbildningsresurser, Måltidsresurser och Barnpassning. De två förstnämnda segmenten representerade ca 59 % respektive ca 23 % av de totala intäkterna under Q2-25, följt av Utbildningsresurser (~12 %), Måltidsresurser (~6 %) och Barnpassning (~1 %). Den historiska tillväxten, med en CAGR om ca 30 % mellan åren 2019–2024, har drivits av en kombination av organisk expansion och selektiva förvärv, vilket gradvis har breddat Koncernens intäktsbas.

Tellusgruppen har en utpräglad strategi att etablera, driva och utveckla lönsamma och växande dotterbolag inom sektorerna barnomsorg och utbildning, och levererar därigenom högkvalitativa, nyskapande och efterfrågade verksamheter. Koncernens verksamhet bedrivs genom en decentraliserad driftsmodell, där respektive dotterbolag i hög grad ansvarar för dess egen verksamhet, samtidigt som centraliserade stödfunktioner såsom ekonomi, HR och samordning av underleverantörer ger operativt stöd och möjliggör skalfördelar. Denna struktur möjliggör synergier mellan enheterna då centrala funktioners kostnader fördelas över en växande verksamhetsvolym, samtidigt som ökade volymer av barn och elever ger relativt begränsade merkostnader vid tillväxt.

Tellusgruppens koncernstruktur, där för- och grundskoleverksamheten utgör merparten av de totala intäkterna.

Tellusgruppens koncernstruktur och nyckeltal (LTM)

Tellusgruppen.

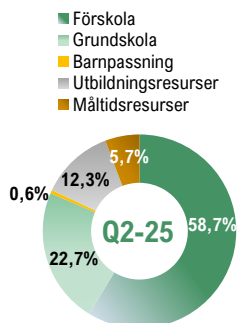
Förskolor	Grundskolor	Utbildningsres.	Måltidsres.	Barnpassning
 Tellusbarn 294,5 MSEK Intäkter 7,7 % EBITDA-marginal	 Tellusskolan 127,0 MSEK Intäkter 6,2 % EBITDA-marginal	 62,3 MSEK Intäkter 13,4 % EBITDA-marginal	 34,4 MSEK Intäkter -1,3 % EBITDA-marginal	 3,0 MSEK Intäkter -11,0 % EBITDA-marginal

För- och grundskoleverksamheten

För- och grundskolan utgör merparten av intäktsbasen, vilka under Q2-25 tillsammans representerade ca 81 % av Koncernens totala intäkter. Barnomsorg och utbildning är grundläggande samhällstjänster med en bestående efterfrågan, vilket resulterar i en konjunkturstabil verksamhet med stabila och förutsägbara intäktsströmmar. Affärsmodellen är centrerad kring skolpengen, ett årligt grundbelopp per elev som ska täcka kostnader för bl.a. undervisning, skolmåltider och elevhälsa. Ersättningen tillämpas i dagsläget på samma villkor för fristående och kommunala huvudmän, men beslutas av respektive kommun, vilket skapar geografiska variationer i intäktsnivåerna. Skolpengen justeras i regel i januari varje år, och revideringen påverkas av en rad externa faktorer, såsom kommunala budgetprioriteringar, löneutveckling inom skolan, inflation och politiska beslut. Mot denna bakgrund blir kapacitetsutnyttjande och elevrekrytering affärs-kritiska faktorer för att uppnå god lönsamhet, då varje ledig plats innebär ett direkt intäktsbortfall, varför driften måste optimeras runt tillgänglig kapacitet.

Tellusgruppens förskoleverksamhet bedrivs genom dotterbolaget Tellusbarn, som är huvudman för 28 förskolor med sammanlagt ca 2 200 utbildningsplatser, lokaliserade i områden med varierande socio-ekonomiska förutsättningar. Verksamheten har utvecklats från en första förskola i Rinkeby år 2007 till en tydligt profilerad aktör där fyra pedagogiska inriktningar ligger till grund för erbjudandet: kulturförskola, nyckelförskola, friluftsförskola och tvåspråkig förskola.

Intäktsfördelning



28 FÖRSKOLOR

FYRA PROFILER

2 200 PLATSER

UNIKA PROFILER MEDFÖR KONKURRENS- FÖRDELAR

Grundskoleverksamheten bedrivs genom Telluskolan, som idag omfattar sju skolor med drygt 960 elever. Dessa är organiserade under två starka varumärken: Robinsonskolorna, med fem enheter i Enköping och Österåker, samt Thea, med en högstadieprofil med skolor i Bromma och Linköping. Genom Koncernens kompetenta personal, unika profileringar, flexibla organisationsstruktur och effektiva resursanvändning skapas en hög kvalitetsstandard som resulterar i nöjda barn och elever samt vårdnadshavare, vilket bidrar till en solid elevtillströmning och stigande beläggningsgrad.

I ett intäktsmässigt reglerat system, där ersättningen per elev är fast men konkurrensen om varje elev är reell, blir skolornas profilering och positionering viktiga verktyg för att upprätthålla elevtillströmning och beläggning. Tellusgruppen har etablerat tydliga pedagogiska profiler i både förskole- och grundskoleverksamheten, vilket bedöms bidra till att differentiera erbjudandet på en annars standardiserad marknad.

Kvalitativ undervisning och effektiv resursallokering är centrala faktorer för att uppnå god lönsamhet.

Illustration av för- och grundskoleverksamhetens intäktsmodell



Källa: Analyst Groups illustration

Utbildningsresurser

Segmentet Utbildningsresurser utgör ett viktigt tillväxtområde inom Tellusgruppen och har tillkommit genom strategiska förvärv under perioden 2022–2025. Genom förvärven av Omniglot och Språkservice24 tog Koncernen klivet från att vara en renodlad skolaktör till en bredare utbildningskoncern. Dessa två dotterbolag erbjuder modersmålsundervisning och studiehandledning till såväl kommunala som fristående grund- och gymnasieskolor. Språkservice24 är numera konsoliderat i Omniglot, och tillsammans omfattar verksamheterna över 260 lärare med kompetens inom mer än 80 språk, vilket möjliggör stöd till över 90 återkommande skolhuvudmän runt om i landet.

Under Q4-24 förvärvades även Vikariepoolen, som konsoliderades under Q1-25. Bolaget är inriktat på bemanning inom utbildningssektorn och stärker Tellusgruppens geografiska täckning samt konkurrenskraft i upphandlingsdrivna marknader. Därtill omfattar segmentet Utbildningsresurser även Kentaur, ett utvecklingsinitiativ med fokus på AI-baserade lösningar för skolan.

Intäktsmodellen är huvudsakligen volymbaserad och bygger på fakturerade utbildningstimmar, vilket ger god kostnadskontroll och flexibilitet i resursallokeringen. På LTM-basis stod segmentet för ca 12 % av Koncernens totala intäkter, men bidrog samtidigt med ca 22 % av EBITDA-resultatet, en effekt av lägre kapitalintensitet och högre skalbarhet, vilket återspeglas i EBITDA-marginalen om 13,4 % LTM. Lönsamheten är därmed relativt stark i jämförelse med andra bolag inom Koncernen, men har minskat jämfört med tidigare nivåer om 23,3 % år 2023 respektive 18,1 % år 2024. Den lägre marginalen förklaras dels av Omniglots anslutning till kollektivavtal, vilket bedöms vara ett nödvändigt steg för att möta kundernas krav och stärka erbjudandet på marknaden, dels av investeringar i personal och systemstöd i den centrala enheten som positionerar segmentet för fortsatt expansion. Därtill har konsolideringen av Vikariepoolen påverkat marginalen negativt. Genom att komplettera för- och grundskoleverksamheten med extern försäljning av speciallisttjänster inom utbildningsresurser breddas intäktsbasen och minskar Koncernens exponering mot skolpengfinansiering, samtidigt som skalfördelar realiserar via gemensamma stödfunktioner och successiv operativ hävstång.

Omniglot
SPRÅKRESURSER

260 LÄRARE
> 80 SPRÅK
> 90 KUNDER

Vikariepoolen

Kentaur
Människa och maskin för en bättre skola

12 %
AV INTÄKTERNA
LTM

13,4 %
EBITDA-
MARGINAL
LTM

22 %
AV EBITDA-
RESULTATET
LTM

OUTNYTTJAD
KAPACITET
MÖJLIGGÖR
FORTSATT
TILLVÄXT

Måltidsresurser

År 2024 förvärvades Matomsorg i Stockholm AB, vilket ytterligare diversifierade Koncernens tjänsteportfölj och mer än fördubblade produktionskapaciteten inom segmentet Måltidsresurser genom ett stort matlagningskök beläget i Skarpnäck. Under Q1-24 uppgick kökets produktionskapacitet till ca 2 500 portioner per dag, med ett kapacitetsutnyttjande om 92 %. Förvärvet av Matomsorg har även möjliggjort effektiviseringar genom att en större andel av transporter nu hanteras i egen regi, vilket skapar kostnadsfördelar jämfört med tidigare lösningar via externa leverantörer. Övriga sex kök inom segmentet, som är belägna i anslutning till Koncernens verksamheter, har en kapacitet om 550–950 portioner per dag och uppvisade under Q1-24 ett genomsnittligt kapacitetsutnyttjande om ca 54 % (exkl. Skarpnäck). Under Q2-25 stod segmentet Måltidsresurser för ca 6 % av Koncernens intäkter, varav extern försäljning utgjorde ca 28 % av detta belopp. Givet den lediga kapaciteten i majoriteten av köken bedöms det finnas god tillväxtpotential för extern försäljning, exempelvis genom att utnyttja köksresurserna under eftermiddagar och kvällar då verksamhetens ordinarie produktion inte pågår.

Barnpassning

Barnpassningsverksamheten, som utgör Koncernens minsta affärssegment, bedrivs genom Nanny by Tellus med verksamhet främst inom Stockholmsområdet. Verksamheten omfattar ca 100 barnvakter och har under de senaste åren representerat en marginell andel av Koncernens intäkter, motsvarande ca 1–2 %. Sedan år 2022 har segmentet visat vikande omsättning, drivet av svagare konjunktur och tilltagande konkurrens, vilket begränsat dess bidrag till Koncernens totala resultatutveckling.

Kostnadsstruktur

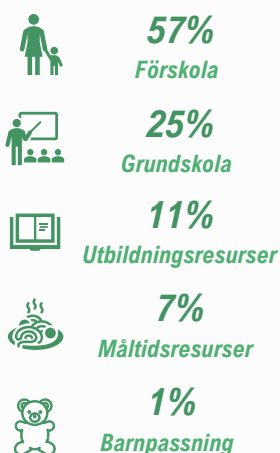
Tellusgruppens primära kostnadspost utgörs av personalkostnader, vilket omfattar löner, sociala avgifter samt pensionsavsättningar för pedagogisk och administrativ personal, och har mellan åren 2020-2024 uppgått till ca 69-73 % av nettoomsättningen. Övriga externa kostnader utgör den nästa största kostnadsposten, motsvarande ca 24-27 % av nettoomsättningen, innefattande bl.a. lokalhyra och läromedel. Vidare består posten råvaror och förnödenheter primärt av skolmåltider och hygienartiklar, uppgående till ca 6-8 % av omsättningen under ovan nämnda period. En betydande del av kostnadsstrukturen utgörs av fasta poster, däribland hyreskostnader och i viss mån personalkostnader. Lokalutrymmet och bemanningsbehovet är i stort sett oförändrat för en klass om 25–30 barn eller elever, vilket gör beläggningsgraden till en central lönsamhetsdrivare. Tellusgruppen tillämpar därtill en decentraliserad verksamhetsmodell med centralt samordnade stödfunktioner såsom ekonomi, HR och IT, vilket möjliggör skalfördelar genom att dessa gemensamma kostnader fördelas över en växande elevbas.

PERSONAL UTGÖR
DEN PRIMÄRA
KOSTNADSPOSTEN

Överblick - 2024

Intäktsfördelning

% av totala intäkter

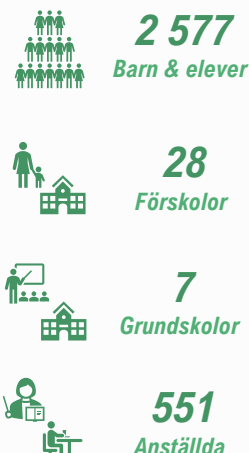


Kostnadsstruktur

% av nettoomsättning



Övrigt



TYDLIGA
SÄSONGS-
MÖNSTER
AVSEENDE
INTÄKTER OCH
LÖNSAMHET

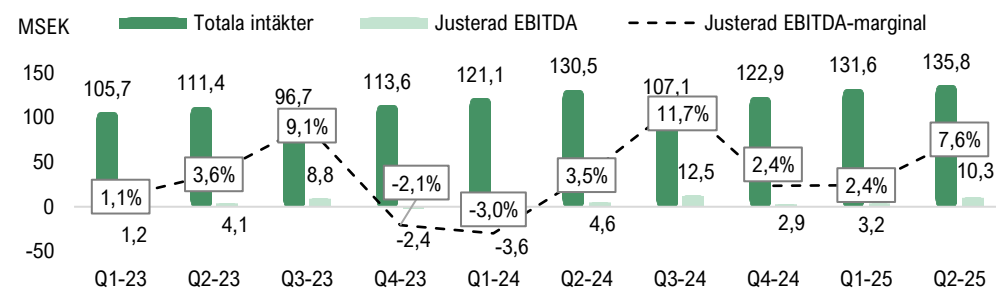
Säsongseffekter

Tellusgruppens lönsamhet påverkas av naturliga säsongsvariationer, huvudsakligen hänförliga till förändringar i ferie- och semesterlöneskulder. Inom grundskolan fördelas intäkterna jämnt över året, medan personalkostnaderna sjunker markant under sommaren till följd av omfattande semesteruttag och därmed reducerad bemanning, samtidigt som övriga rörliga kostnader är relativt låga. Detta resulterar i en högre lönsamhet under Q2 och framförallt Q3 jämfört med övriga kvartal. Inom förskolan noteras generellt lägre intäkter under Q3 och delvis Q4, då vissa barn lämnar förskolan inför skolstart och successivt ersätts av nya inskrivningar under hösten. I likhet med grundskoleverksamheten sjunker personalkostnaderna även här under sommaren på grund av semesteruttag, vilket i regel gör Q3 till årets mest lönsamma, trots lägre intäktsnivåer. Vidare genomförs Koncernens lönerevisioner i september medan skolpengsrevideringen äger rum i januari, vilket temporärt pressar lönsamheten i samband med höstens kostnadsjusteringar.

Inom utbildningsresurser koncentreras intäkterna till terminerna då skolorna är öppna, vilket medför väsentligt lägre intäkt- och lönsamhetsbidrag under sommarperioden. På kassaflödesnivå uppstår dels säsongsmässiga variationer kopplade till ovan nämnda faktorer, dels påverkas kassaflödet av statsbidrag och kommunala ersättningar som i regel utbetalas halvårsvis, generellt under Q2 och Q4.

Säsongseffekterna medför att lönsamheten i regel är starkast under det tredje kvartalet.

Totala intäkter, just. EBITDA och just. EBITDA-marginal, 2023-2025A



Källa: Tellusgruppen

Strategiska utsikter - förvärv som tillväxtmotor

Tellusgruppen bedriver en uttalad förvärvsdriven tillväxtstrategi och har hittills genomfört ca 30 förvärv, vilket givit Koncernen god erfarenhet av att integrera nya enheter. Koncernen tillhör den begränsade gruppen av större fristående aktörer som aktivt konsoliderar en fragmenterad marknad, där många mindre lokala aktörer brottas med lönsamhetsutmaningar till följd av begränsade skalfördelar. Förvärv utgör därmed en central del av affärsmodellen för att bygga en bred plattform för lönsam tillväxt. Genom etablerade centrala stödfunktioner skapas skalfördelar, där varje ny enhet bidrar till ökad effektivitet inom koncernstrukturen. Inom den skolpengsfinansierade verksamheten bedöms grundskolesegmentet särskilt attraktivt för fortsatt förvärvsdriven expansion, då tillståndprocesserna för nyetablerade verksamheter är mer omfattande jämfört med förskoleverksamhet och skalfördelarna större för varje adderad enhet.

Koncernen har även identifierat vuxen- och arbetsmarknadsutbildning som ett potentiellt tillväxtområde framgent. Segmentet omfattar yrkesinriktade utbildningar och kompetenshöjande insatser med direkt koppling till arbetsmarknadens långsiktiga kompetensförsörjning. Efterfrågan bedöms vara stabil och i stor utsträckning oberoende av konjunkturcykler. Koncernen utvärderar därmed selektiva förvärvsmöjligheter som kan addera intäkter och marginalbidrag med begränsad etableringsfördröjning. Den övergripande förvärvsstrategin följer ett tydligt ramverk med fokus på lönsamma och välskötta bolag inom befintliga kommuner, till värderingsnivåer om ca 5x EBITDA.

Långsiktiga finansiella mål

1

> 25 %

Organisk/förvärvad tillväxt

2

> 7 %

EBITDA-marginal

3

< 3,0x

Nettoskuld/EBITDA

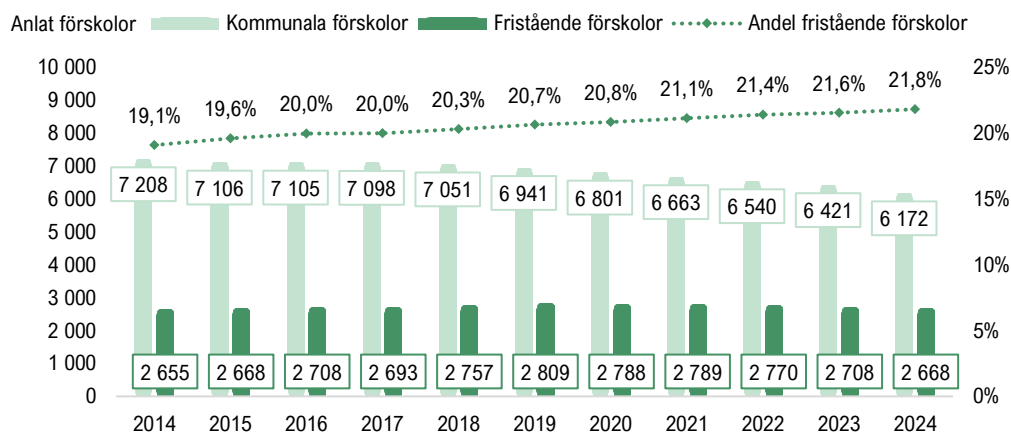
FRISKOLOR HAR
EN ETABLERAD
POSITION I
SVERIGE

Friskolors position på marknaden

Fristående för- och grundskolor har en betydande närvaro i Sverige, där fristående förskolor finns representerade i 245 av landets 290 kommuner, och där motsvarande siffra uppgår till 186 kommuner avseende fristående grundskolor.¹ Friskolereformen, implementerad år 1992, markerade en väsentlig förändring inom det svenska utbildningssystemet genom att etablera jämlika villkor för kommunala skolor och friskolor. Den mest framträdande förändringen var att möjliggöra för elever att använda den kommunala skolpengen för att finansiera utbildningen på friskolor, en möjlighet som tidigare inte existerade. Denna reform har sedan dess lett till en betydande ökning av antalet friskolor, vilket har skapat ett mer diversifierat och konkurrensutsatt utbildningslandskap. Sedan år 2014 har antalet kommunala förskolor minskat med en CAGR om -2 %, medan antalet fristående förskolor har uppvisat en marginell årlig ökning. Under motsvarande period har andelen inskrivna barn i fristående förskolor vuxit stadigt från ca 19 % till ca 22 %.² Andelen friskolor varierar kraftigt mellan kommunerna, där högst andel i regel återfinns i storstäder och intilliggande kranskommuner. En förklaring till att fristående aktörer har en starkare ställning inom förskoleverksamheten är att tillståndsprocessen för nyetablering av grundskolor är mer omfattande jämfört med förskolor. Detta har resulterat i att färre fristående aktörer har varit motiverade att etablera nya grundskolor på grund av de högre inträdesbarriärerna.

Andelen inskrivna barn i fristående förskolor har ökat successivt under de senaste åren.

Antal kommunala och fristående förskolor samt andel inskrivna barn i fristående enheter, 2014-2024



Källa: Skolverket, 2024

Konkurrenslandskap

Den svenska marknaden avseende för- och grundskoleverksamhet präglas av både kommunala och fristående aktörer, där Tellusgruppen konkurrerar på lika villkor inom båda sektorerna. Under de senaste åren har marknaden genomgått en mognadsfas, vilket har lett till att ett fåtal större fristående aktörer har etablerat sig starkt och bidragit till konsolidering i en annars fragmenterad marknad. I dagsläget återfinns endast tre noterade friskolekoncerner i Sverige: Tellusgruppen, AcadeMedia och Cedergrenska, vilka är verksamma inom olika segment av utbildningssektorn. Vidare finns en rad onoterade aktörer på marknaden, såsom Atvexa, Thoréngruppen, Internationella Engelska Skolan och Dibber, där samtliga av ovan nämnda skolkoncerner är privatägda. Trots att marknaden konsoliderats under de senare åren är de kommunala aktörerna fortsatt störst inom marknaden. För att upprätthålla en konkurrenskraftig position på marknaden krävs således ett konsekvent fokus på att leverera högkvalitativ utbildning och barnomsorg som fullt ut följer skollagen och läroplanens riktlinjer.

Noterade friskolekoncerner

Tellusgruppen AcadeMedia
CEDERGRENSKA

Urval av onoterade friskolekoncerner

Atvexa THORENGRUPPEN
Internationella Engelska Skolan Dibber

¹Skolverket, 2023

²Skolverket, 2024

Skolpengsutredningen

Enligt Tidöavtalet planerar regeringen att införa en nationell skolpengsnorm, ett initiativ som nu utreds av Skolpengsutredningen. Syftet är att centralisera beslutet om lägsta ersättning för elever i fristående skolor, vilket förväntas öka systemets likvärdighet. För närvarande är effekterna av detta förslag osäkra. Kommunerna påstår att deras bredare ansvar motiverar högre ersättning, särskilt när friskolor lockar elever från kommunala skolor, vilket kan skapa ineffektivitet och högre systemkostnader. Regeringens särskilda utredare har bl.a. föreslagit att kommuner ska kunna göra ett avdrag om 6 % i skolpengen till friskolor, med motiveringen att ersättningen bör justeras för skillnaden i ansvarsfördelning.

Friskolorna å sin sida hävdar att kommunerna exkluderar väsentliga kostnader från skolpengen, vilket resulterar i lägre resurser. En rapport från Friskolornas riksförbund indikerar att elever i friskolor får 11 000 kr mindre per år i resurser jämfört med kommunala skolor.¹ Det är för tidigt att kvantifiera de exakta effekterna av en nationell skolpengsnorm, då utredningen fortfarande pågår och att detaljerna återstår att fastställas. Investerare bör dock bevaka utvecklingen noggrant för att bedöma potentiell påverkan på skolsektorns dynamik och finansieringsstrukturer.

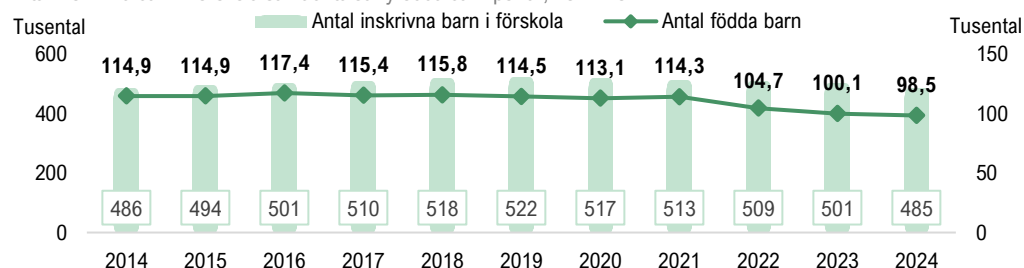
Minskat barnafödande skapar långsiktiga möjligheter

Från tidigt 2000-tal fram till år 2021 noterades en stadig tillväxt i den svenska barnafödelsen, men de senaste åren har den demografiska spelplanen förändrats, då ett tydligt trendsifte skett avseende antalet födda barn i Sverige. Enligt statistik från SCB förväntas antalet barn i åldrarna 6-15 år att minska de kommande 15 åren, för att sedan öka, en konsekvens av det låga barnafödandet i Sverige som beräknas fortsätta de närmsta åren.² En jämförelse med gymnasiesektorn kan vara värd att studera närmare, då en minskad barnafödelse under 1990-talet ledde till en betydande reduktion av antalet elever i svenska gymnasieskolor under de efterföljande 15-20 åren. Detta illustreras av en minskning från ca 350 000 gymnasieelever år 1995 till 300 000 år 2010, en nedåtgående trend som därefter vände upp.³ Denna utveckling påverkade gymnasieskolor och utbildningssystemet som helhet, särskilt i form av minskade resurser och därmed ett ökat fokus på effektiviseringar, samt en ökad konkurrens mellan skolor, både kommunala och fristående, för att attrahera elever. Vissa skolor införde nya program och profileringar, medan andra tvingades lägga ned på grund av bristande elevunderlag. Ovan nämnda faktorer var dock gynnsamma för fristående aktörer, vilka kunde ta marknadsandelar tack vare god flexibilitet samt kundorientering. Under denna period av minskade elevantal i svenska gymnasieskolor ökade andelen fristående gymnasieskolor från ca 5 % år 1995 till ca 20 % år 2010, och trenden har fortsatt, vilket andelen om ca 30 % år 2020 indikerar.³

För att återgå till Tellusgruppens huvudsakliga marknad står nu barnomsorgen inför liknande utmaningar som gymnasiesektorn brottades med, där minskade barnkullar påverkar efterfrågan på för- och grundskoleverksamhet. Men med en demografisk motvind uppstår även långsiktiga möjligheter. Mindre aktörer kommer vid vikande belägningsgrad att brottas med lönsamhetsproblem, vilket skapar gynnsamma konsolideringsmöjligheter, särskilt för större aktörer med betydande finansiella resurser och en mer motståndskraftig verksamhet. Följaktligen kan en minskad barnafödelse skapa möjligheter för större aktörer att ta marknadsandelar och stärka sin position i utmanande tider, där kvalitativa förvärvsobjekt i mindre skala, som tillfälligt brottas med lönsamhetsproblem, kan förvärfvas till attraktiva värderingsmultiplar. I tider av avtagande efterfrågan blir frågan om kvalitativ utbildning än viktigare, då vårdnadshavare blir allt mer kräsna till följd av ökade alternativ. Tellusgruppen har en lång historik av att leverera högkvalitativ utbildning och barnomsorg. Med en robust verksamhet, tydligt profilerade skolor och ett attraktivt erbjudande bedöms Koncernen ha goda möjligheter att komma ut detta som vinnare.

Sedan år 2019 har antalet inskrivna barn i förskola samt antalet nyfödda barn varit i nedåtgående trend.

Antal inskrivna barn i förskola samt antalet nyfödda barn per år, 2014-2024



Källa: Skolverket, 2024

¹Friskolornas riksförbund: "Är friskolorna överkompenserade? En studie av 32 kommuner"

²SCB:s befolkningsframskrivning, 2024

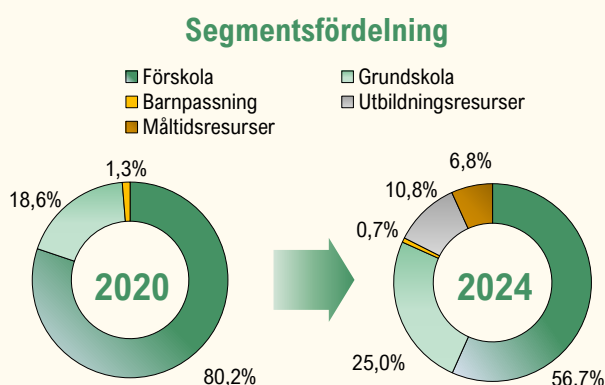
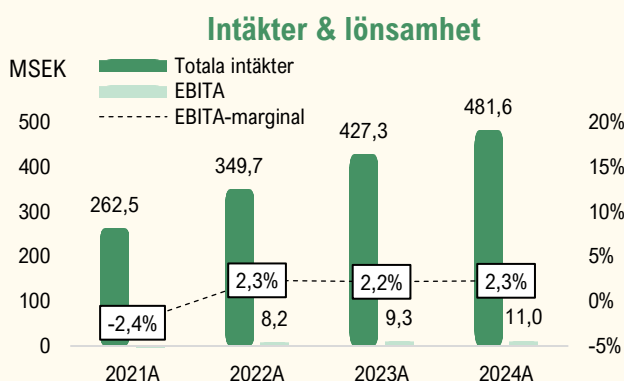
³Skolverket, 2023

30 %
INTÄKTS-CAGR
2019-2024

Finansiell historik

Mellan åren 2019-2024 har Tellusgruppen uppvisat en stark tillväxt, med en CAGR om ca 30 %, vilket kan tillskrivas såväl organisk som förvärvad tillväxt. Den organiska tillväxten har i snitt uppgått till ca 13 % under ovan nämnda period och har bl.a. drivits av etableringen av 13 nya enheter mellan åren 2019-2023, primärt förskolor, med sammanlagt 1 140 utbildningsplatser. Denna intensiva etableringsfas har bidragit till en breddad verksamhet, vid utgången av Q2-25 var Koncernen huvudman för 28 förskolor och sju grundskolor, samtidigt som Koncernen även tillhandahåller undervisningstjänster, måltidsresurser och barnpassning. I dagsläget uppgår det totala antalet utbildningsplatser inom förskolesegmentet till ca 2 200, vilket motsvarar drygt hälften av de platser som tillkom i samband med den omfattande etableringsfasen mellan åren 2019-2023.

Under åren 2022-2023 genomförde Tellusgruppen strategiska förvärv av Omniglot och Språkservice24, vilka sedan dess utgjort den operativa basen för segmentet Utbildningsresurser, med fokus på modersmålsundervisning och studiehandledning. Därtill förvärvades Vikariepoolen under Q4-24 och konsoliderades i början av Q1-25. Bolaget bedöms utgöra ett värdefullt komplement till det befintliga tjänsteerbjudandet genom att tillhandahålla tillförlitliga vikarier inom förskola, skola och storkök, såväl internt inom Koncernen som externt på marknaden. Förvärvsstrategin har resulterat i en mer diversifierad intäktsbas, vilket illustreras av att segmentet förskolor, som år 2020 utgjorde ca 80 % av Koncernens totala intäkter, under Q2-25 representerade ca 59 %. Under Q2-25 stod grundskoleverksamheten för ca 23 % av intäkterna, följt av utbildningsresurser (12 %), måltidsresurser (6 %) och barnpassning (1 %).



Den omfattande etableringen av nya förskolor har utgjort ett fundament för framtida organisk tillväxt, men medförde samtidigt en initial lönsamhetsbelastning till följd av uppstartskostnader och låg beläggingsgrad inom nya enheter. Tabellen nedan redogör för intäkts- och EBITDA-utvecklingen i de nyöppnade verksamheterna mellan år 2019 till och med Q3-23. Somliga enheter uppvisade lönsamhet redan efter ett års drift, medan andra enheter har tyngts av faktorer såsom låg beläggning till följd av att kommunens befolkningsprognos inte infriats, vilket påverkat lönsamheten negativt. Sedan Q3-23 har dock beläggingsgraden inom förskolor stärkts avsevärt, från ca 70 % till ca 82 % vid utgången av Q2-25.

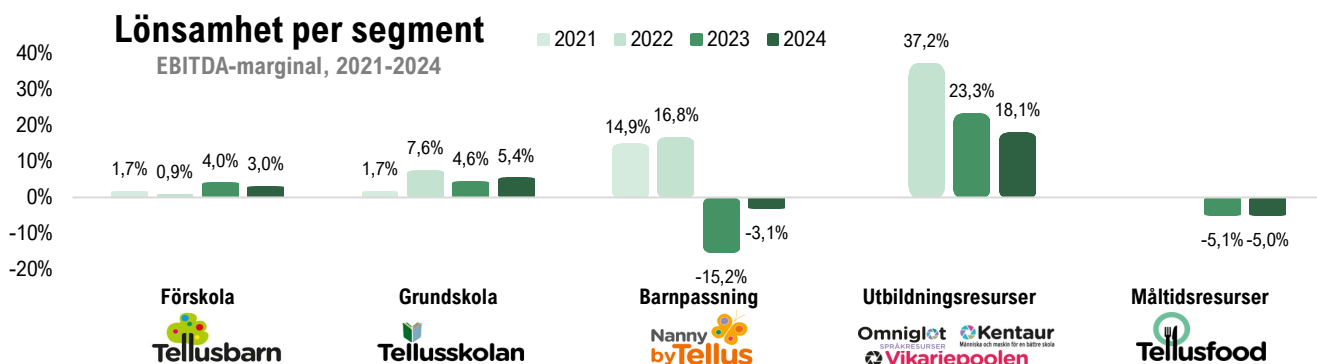
Enhet	Uppstartsår	Kommun	Utbildningsplatser	Intäkter 2019-2023 (Q3)	EBITDA 2019-2023 (Q3)
The Rainbow	2019	Stockholms stad	30	4 341	-299
Akvarellen	2019	Stockholms stad	60	5 312	-9
Växthuset	2019	Österåker	96	9 627	-984
Uppfinnaren	2020	Stockholms stad	99	14 850	1 375
Kulturförskolan Tibble	2020	Upplands Bro	150	5 252	-4 772
Valsjön	2020	Österåker	100	10 209	-7 110
Robinson	2021	Enköping	150	13 425	3 098
Framtiden	2021	Sollentuna	40	4 133	-510
Smedby	2022	Upplands Väsby	100	8 769	-455
Svartgarn	2022	Österåker	100	7 188	-1 501
Vega	2023	Haninge	100	3 741	-1 634
Väsjön	2023	Sollentuna	40	788	-674
Ursviks Torg	2023	Sundbyberg	75	144	-268
Summa			1 140	87 779	-13 743

Finansiell historik (forts.)

Utöver ovan nämnda uppstartskostnader som följt av etableringarna har Koncernen mött utmaningar i form av vikande barnkullar och hög inflation, faktorer som påverkat hela sektorn. Inflationschocken har lett till ökade kostnader för personal, lokaler och skolmåltider, samtidigt som justeringen av skolpengen har släpat efter, vilket har pressat lönsamheten ytterligare. Då förskoleverksamheten utgör mer än 50 % av Koncernens intäkter, har dessa faktorer haft en betydande påverkan på EBITA-marginalen, som under perioden 2021–2024 fluktuerat mellan -2,4 % och 2,3 %. De tidigare nyetableringarna har dock börjat bära frukt, vilket återspeglas i den stigande beläggningsgraden och den förbättrade lönsamheten inom såväl förskole- som grundskoleverksamheten, något som även bekräftas av Koncernens EBITA-marginal om 4,7 % LTM.

Lönsamhet per segment

I termer av lönsamhetsprofil utmärker sig affärssegmentet Utbildningsresurser på uppsidan, särskilt historiskt, med EBITDA-marginaler överstigande 20 %. Den starka EBITDA-marginalen om hela 37 % för segmentet år 2022 inkluderar enbart dotterbolaget Omniglots prestation under Q4-22. Den efterföljande marginalminskningen är delvis hänförlig till att dotterbolag med lägre lönsamhetsprofil, däribland Språk-service24 och Vikariepoolen, har tillkommit. En förklaring till Omniglots högre marginaler är det strukturellt begränsade utbudet av modersmålslärare, vilket driver upp prisnivån och möjliggör en lönsammare affärsmodell jämfört med mer konkurrensutsatta tjänster såsom vikarieuthyrning.



Vidare är den minskade marginalen inom segmentet Utbildningsresurser en konsekvens av högre personalkostnader kopplade till kollektivavtal och förbättrade anställningsvillkor, dock till förmån för ökad kvalitet och nöjdare medarbetare. Trots att segmentet utgör en mindre andel av Koncernens totala intäktsbas har dess relativt starka lönsamhetsprofil medfört att det bidragit med ca 29–42 % av det totala EBITDA-resultatet under perioden 2022–2024. På LTM-basis uppgår segmentets EBITDA-marginal till 13,4 %, samtidigt som segmentet stod för ca 12 % av Koncernens intäkter och 22 % av EBITDA-resultatet.

Lönsamhetsprofilen skiljer sig mellan förskole- och grundskoleverksamheten, vilket bottnar i struktur och marknadsdynamik. Förskola kännetecknas av lägre inträdesbarriärer, mindre kapitalbinding och högre konkurrensintensitet. Det krävs en begränsad investering och ett mindre barnunderlag för att etablera en ny enhet, vilket resulterat i en fragmenterad marknad och större benägenhet bland vårdnadshavare att byta förskola. Grundskola, å andra sidan, är förenad med högre etableringströsklar såsom tillståndsplikt, krav på större lokaler och längre uppbyggnadsperioder. Samtidigt prioriterar kommunerna generellt grundskolan högre i resursfördelningen, vilket även gynnar fristående aktörer. Sammantaget medför detta strukturellt högre marginalprofil inom grundskolesegmentet, vilket också återspeglas i Tellusgruppens historiska siffror, där grundskolan har uppvisat EBITDA-marginaler om ca 2–8 % mellan åren 2021–2024, där motsvarande marginal inom förskolesegmentet uppgått till ca 1–4 % under samma period.

Under de två inledande kvartalen av år 2025 har utvecklingen inom Tellusgruppens för- och grundskoleverksamhet avvikit från de strukturellt betingade lönsamhetsmönstren. Till följd av en markant förbättrad beläggningsgrad (82,4 % i Q2–25) samt god kostnadskontroll har förskoleverksamheten uppnått en justerad EBITDA-marginal om 7,7 % LTM, vilket överstiger grundskolans motsvarande marginal om 6,2 %. Utfallet under de senaste kvartalen bekräftar att Tellusgruppen exekverat väl och att de omfattande nyetableringarna från senare år nu börjar generera god finansiell avkastning. Likväl bedömer vi att de strukturella marginalskillnaderna åter kommer att göra sig gällande över tid, med grundskoleverksamheten som det lönsamhetsmässigt starkare segmentet.

Givet att för- och grundskoleverksamheten tillsammans utgör majoriteten av intäktsbasen, får en starkt lönsamhet inom dessa segment en betydande inverkan på den övergripande lönsamheten inom Koncernen. Beläggningsgraden inom förskolesegmentet har successivt förbättrats, från ca 65 % år 2021 till ca 82 % vid utgången av Q2-25, trots att antalet nyfödda barn i Sverige under samma period minskat med ca 14 % på årsbasis. Detta signalerar ökad effektivitet, starkt närvaro på lokala marknader och ett förbättrat kapacitetsutnyttjande i en demografiskt utmanande marknad. Det gradvis ökade kapacitetsutnyttjandet är en av huvudförklaringarna till den marginalåterhämtning som ägt rum under det senaste året, något som EBITA-marginalen om ca 4,7 % LTM för Koncernen som helhet ger belägg för.

Redovisningsprinciper och centrala kostnader

Segmentredovisningen presenteras före koncernjusteringar, vilket innebär att intäkter och resultat per affärsområde summeras utan hänsyn till centrala kostnader som kvarstår i moderbolaget. Koncernjusteringarna avser i huvudsak gemensamma funktioner såsom IR, styrelsearvoden, moderbolagets redovisning samt konsulttjänster som inte är direkt hänförliga till något specifikt dotterbolag. Skillnaden mellan justeringarna på intäkts- respektive EBITDA-nivå förklaras av att interna intäkter, främst management fee från dotterbolag, elimineras i Koncernens redovisade intäkter, medan motsvarande kostnader kvarstår och påverkar EBITDA. Eftersom dessa centrala funktioner i stor utsträckning består av fasta kostnader estimeras koncernjusteringarna på EBITDA-nivå vara relativt stabila över tid, omkring 10 MSEK årligen. Historiskt har justeringarna motsvarat ca 3–5 % av Koncernens intäkter, där Analyst Group bedömer att de kommer uppgå till ca 5 % under prognosperioden.

Omsättningsprognos: För- och grundskola

Tellusgruppens organiska tillväxt inom för- och grundskoleverksamheten bedöms huvudsakligen drivas av en successivt stigande beläggningsgrad, växande skolpeng, samt ökad kapacitet genom effektivare lokal-användning och klassutbyggnad på enheter med hög efterfrågan. Mot bakgrund av den positiva kapacitetsutveckling som noterats inom förskolan sedan år 2021, i kombination med den tydliga profilering som Koncernen etablerat inom båda segmenten, ser Analyst Group potential till organisk tillväxt genom såväl förbättrat kapacitetsutnyttjande som selektiv expansion. Den strategiska inriktningen mot profilerade verksamheter och hög pedagogisk kvalitet bedöms vara avgörande för att attrahera vårdnadshavare i ett alltmer selektivt skolval, och därigenom skapa motståndskraft i en marknad präglad av demografisk avmattnings.

Inom förskoleverksamheten estimerar Analyst Group att beläggningsgraden successivt når ca 83 % år 2027. I kombination med en justerad skolpeng förväntas detta generera en omsättning om ca 328 MSEK, motsvarande en CAGR om ca 4,6 % under perioden 2025–2027. Avseende grundskoleverksamheten estimeras beläggningsgraden till ca 84 % år 2027. Detta motsvarar en estimerad intäkts-CAGR om 2,5 % under prognosperioden, vilket förväntas resultera i en omsättning om ca 136 MSEK år 2027.

Omsättningsprognos: Utbildningsresurser

Segmentet Utbildningsresurser, som omfattar Omniglot inklusive det konsoliderade dotterbolaget Språk-service24, samt Vikariepoolen och Kentaur, levererar tjänster inom modersmålsundervisning, studiehandledning och bemanning till kommunala och fristående skolhuvudmän. Intäktsdrivarna inom segmentet bedöms utgöras av flera parallella faktorer, däribland ökade regulatoriska krav på modersmålslärare, skolors växande behov av temporär personalförsörjning samt en fortsatt hög andel nyanlända elever i behov av språkstöd. På en mer strukturell nivå bedöms segmentet gynnas av långsiktiga trender såsom migration, språklig diversifiering och kompetensbrist inom skolektorn, faktorer som sammantaget förväntas skapa en stark efterfrågan och låg konjunkturkänslighet. Vidare bedöms utsikterna för korsförsäljning mellan det nyligen förvärvade dotterbolaget Vikariepoolen och övriga enheter som goda, då Tellusgruppen genom en bredare tjänstportfölj kan erbjuda mervärde till respektive dotterbolags befintliga kundbas.

Analyst Group bedömer att Utbildningsresurser är det segment inom Tellusgruppen med starkast tillväxtutsikter under kommande år. Tillväxten under år 2025 estimeras i hög grad drivas av Vikariepoolen, som konsoliderades under inledningen av Q1-25. I takt med att tjänsteutbudet breddas och intäkten per utbildningstimme stärks, estimeras segmentet växa med en CAGR om ca 17 % mellan åren 2025–2027, för att nå en omsättning om ca 87 MSEK år 2027. Tillväxten under år 2025 beräknas uppgå till ca 32 % Y-Y, med Vikariepoolen som främsta tillväxtkatalysator.



Omsättningsprognos: Måltidsresurser

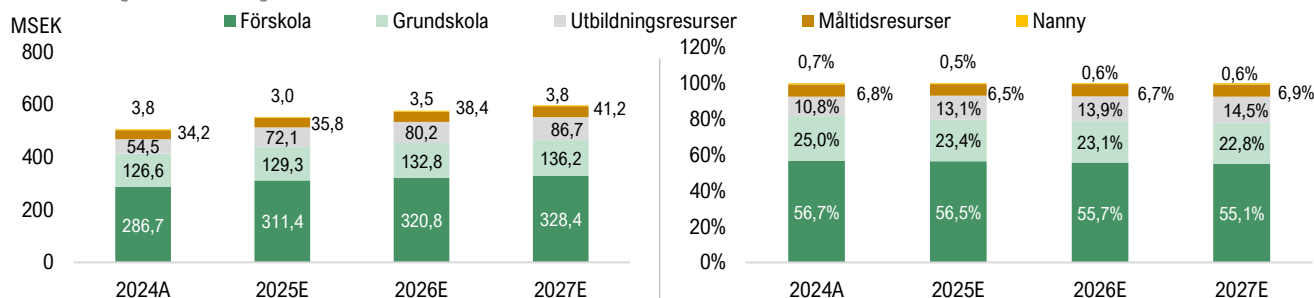
Analyst Group bedömer att segmentet Måltidsresurser har solida tillväxtutsikter framgent, primärt till följd av ett i dagsläget lågt kapacitetsutnyttjande i flertalet av Tellusgruppens tillagningskök. Medan köket i Skarpnäck, förvärvat år 2024, uppvisade ett kapacitetsutnyttjande om ca 92 % under Q1-24, låg motsvarande nivå i exempelvis Linköping och Enköping på ca 41 % respektive 51 %, med en maxkapacitet om ca 900 portioner/dag, i jämförelse med ca 2 500 i Skarpnäck. Detta innebär att volymtillväxt kan ske inom befintlig kapacitet, utan behov av större nyinvesteringar. Vid utgången av Q2-25 uppgick andelen externa intäkter till ca 28 %, och Analyst Group bedömer att den lediga kapaciteten möjliggör en gradvis ökad andel extern försäljning till exempelvis andra skolhuvudmän eller kommuner. I takt med att Koncernen skalar upp produktionen vid befintliga anläggningar och kapacitetsutnyttjandet successivt ökar, estimeras omsättningen inom segmentet måltidsresurser uppgå till ca 41 MSEK år 2027. Det är i sammanhanget väsentligt att betona att huvuddelen av den inkrementella tillväxten, motsvarande ca 7 MSEK i absoluta tal år 2027 jämfört med år 2024, förväntas härstamma från extern försäljning, då intern efterfrågan inom Koncernen redan till största del är tillgodosedd.

Omsättningsprognos: Barnpassning

Segmentet barnpassning utgör idag en marginell andel av Koncernens totala intäkter, med en andel om knappt 1 %. Analyst Group bedömer att Tellusgruppen även framöver kommer att prioritera resurser till mer strategiskt viktiga segment, såsom För- och Grundskola samt Utbildningsresurser. Mot bakgrund av makroekonomisk motvind och ökad konkurrens förväntas tillväxten i segmentet vara pressad under år 2025, men en gradvis återhämtning estimeras därefter. För helåret 2027 prognostiseras en omsättning om ca 3,8 MSEK, motsvarande en fortsatt begränsad andel av Koncernens totala intäktsmix.

För- och grundskoleverksamheten förväntas gradvis utgöra en allt mindre andel av Koncernens totala intäkter.

Estimerad segmentsfördelning, MSEK och %, 2024A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Kostnadsprognos

Efter flera år av strategiska satsningar på nyetableringar och kapacitetsuppbyggnad bedömer Analyst Group att Tellusgruppen nu påbörjat en gradvis realisering av den underliggande lönsamhetspotentialen. En successivt ökande beläggningsgrad i befintliga enheter utgör den primära hävstången för lönsamhetsförbättring framgent, särskilt inom förskoleverksamheten där intäkterna förväntas skala med relativt begränsade marginalkostnader. Parallellt pågår arbete med att samlokalisera för- och grundskoleverksamhet, vilket bedöms leda till förbättrat resursutnyttjande och effektivitet på enhetsnivå.

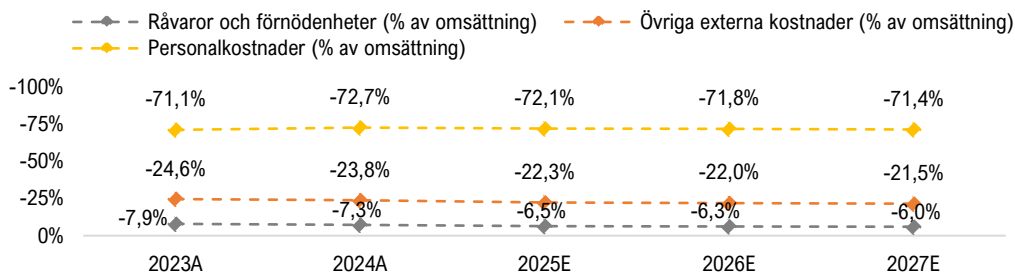
Ytterligare stöd för marginalexpansion estimeras komma från en förändrad intäktsmix. Framförallt bedömer Analyst Group att segmentet Utbildningsresurser, som kännetecknas av högre marginalprofil och lägre kapitalkrav, successivt kommer att utgöra en större andel av Koncernens totala intäkter, och därmed bidra positivt till marginalutvecklingen på koncernnivå. Även inom Måltidstjänster, som historiskt belastats av uppbyggnadsinvesteringar och därmed begränsad lönsamhet, har nu goda operativa förutsättningar för skalbar tillväxt i takt med att kapacitetsutnyttjandet ökar genom växande extern försäljning.

Sammantaget estimeras personalkostnaderna i relation till omsättningen minska successivt, från ca 73 % år 2024 till ca 71 % år 2027. Övriga externa kostnader förväntas även minska i förhållande till omsättningen, från ca 24 % till ca 22 % under samma period. Även kostnader för råvaror och förnödenheter bedöms följa en liknande nedåtgående trend. Den primära lönsamhetsdrivaren estimeras utgöras av en gradvis ökad beläggningsgrad, där varje ytterligare barn genererar relativt begränsade merkostnader.

Samtidigt möjliggörs ett effektivare kapacitetsutnyttjande, där fasta kostnader såsom hyra kan fördelas över en bredare barngrupp. Med bakgrund av ovan estimerar vi en successivt förbättrad EBITA-marginal, vilken prognostiseras uppgå till 4,2 % år 2025, följt av 4,7 % respektive 5,3 % under åren 2026 och 2027.

En gradvis ökad beläggningsgrad förväntas utgöra den centrala lönsamhetsdrivaren.

Estimerade rörelsekostnader (% av nettoomsättning), 2023A – 2027E



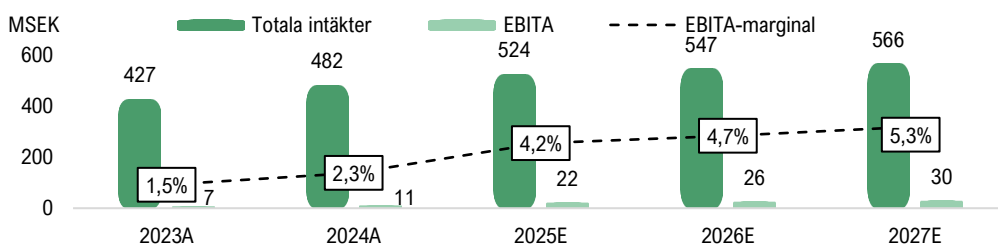
Källa: Analyst Groups prognoser

Sammanfattning av finansiell prognos (2025 – 2027E)

Analyst Group estimerar att Tellusgruppens totala intäkter år 2025 kommer att uppgå till ca 524 MSEK, motsvarande en tillväxt om 8,8 % jämfört med år 2024. Tillväxten förväntas dels drivas av förvärvet av Vikariepoolen inom Utbildningsresurser, dels av en organisk expansion inom för- och grundskoleverksamheten, där förbättrad beläggningsgrad och en reviderad skolpeng utgör centrala drivkrafter. Mellan åren 2025-2027 estimeras en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 5,6 %, för att uppgå till ca 567 MSEK vid prognosperiodens slut. Parallellt förväntas högre kapacitetsutnyttjande, en ökad andel intäkter från högmarginalsegmentet Utbildningsresurser samt realiserade skalfördelar i de centrala stödfunktionerna leda till en successiv marginalexpansion. Som ett resultat av ovanstående estimeras EBITA-marginalen stärkas från ca 2,3 % år 2024 till 5,3 % år 2027, med ett förväntat EBITA-resultat om ca 30 MSEK vid utgången av prognosperioden år 2027.

Ökad beläggningsgrad och materialiserade skalfördelar estimeras leda till en marginalexpansion.

Estimerade intäkter, EBITA och EBITA-marginal, 2023A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Förvärv utgör en option

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 Tellusgruppens position på en fragmenterad marknad, i kombination med pågående regulatoriska förändringar, bedöms förvärvsaktiviteten dock tillta över tid. Med en justerad nettoskuld/EBITDA om 1,0x LTM, inklusive tilläggsköpeskillningen från förvärvet av Omniglot, bedöms den finansiella positionen ge utrymme för ytterligare strategiska förvärv. Eventuella tillkommande skolenheter bör dock betraktas som en extra option avseende gjorda prognoser.

Genom ett illustrativt räkneexempel påvisas det potentiella förvärvsutrymme som Tellusgruppen har, givet nuvarande finansiella ställning. Förutsatt att skuldsättningsnivån motsvarar målsättningen om en maximal Nd/EBITDA om 3,0x, samt att skolenheter kan förvärvas till en genomsnittlig multipl om 5x EBITDA, estimerar Analyst Group att Tellusgruppen har kapacitet att genomföra förvärv motsvarande ett EBITDA-tillskott om ca 30 MSEK. I denna beräkning har hänsyn tagits till Koncernens nuvarande kapitalstruktur samt det estimerade EBITDA-resultatet för år 2026 om 30,1 MSEK. I ett scenario där detta realiseras fullt ut, skulle Koncernens EBITDA-resultat kunna uppgå till ca 60 MSEK år 2026, allt annat lika.

Sum-of-the-Parts-värdering (SOTP)

Analyst Group har valt att tillämpa en *Sum-of-the-Parts*-värdering, där respektive segment värderas var för sig, till följd av de strukturella skillnader som föreligger mellan Tellusgruppens affärsområden, bl.a. avseende tillväxtutsikter, marginalstruktur, affärsmodell och riskprofil. Segmentens olika karaktärsdrag påverkar således vilka värderingsmultiplar som anses relevanta, genom att särskilja värderingen möjliggörs en mer rättvisande uppskattning av Koncernens totala värde.

Då Tellusgruppen redovisar EBITDA för respektive segment har SOTP-värderingen i denna analys härlett utifrån segmentens estimerade EBITDA-resultat. De rapporterade EBITDA-resultaten för respektive segment beaktar dock inte Tellusgruppens koncernjusteringar från moderbolaget, vilka bl.a. omfattar styrelsearvoden, IR-tjänster och moderbolagets redovisning. Dessa kostnader bedöms i stort sett vara fasta, omkring 10 MSEK årligen, och påverkas därmed inte nämnvärt av förändringar i den operativa resultatnivån. För att erhålla en rättvisande fördelning av Koncernens kostnadsstruktur appliceras därför ett förenklat antagande där koncernjusteringarna allokeras proportionerligt baserat på respektive segments intäktsandel.

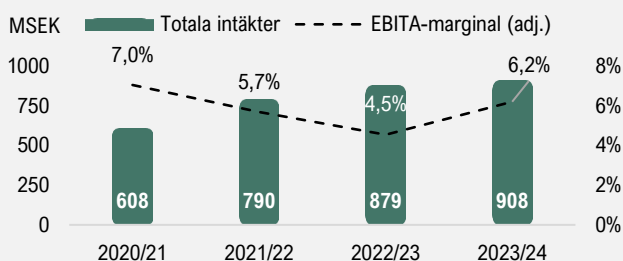
Värdering: För- och Grundskoleverksamheten



Vid värdering av Tellusgruppens för- och grundskoleverksamhet görs en jämförelse med Cedergrenska och AcadeMedia, vilka tillsammans med Tellusgruppen utgör de kvarvarande noterade friskolekoncernerna på den svenska marknaden. Cedergrenska och AcadeMedia särskiljer sig dock från Tellusgruppen genom en väsentligt högre exponering mot gymnasiesegmentet, där Tellusgruppen i dagsläget saknar närvaro. Samtliga koncerner har därmed exponering mot för- och grundskola, men den högre andelen gymnasie- och vuxenutbildning hos Cedergrenska och AcadeMedia bidrar till strukturellt högre marginalnivåer jämfört med Tellusgruppen.

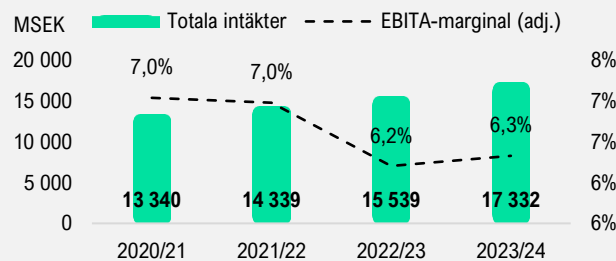
CEDERGRENSKA

Cedergrenska är en utbildningskoncern, verksam inom förskola, grundskola, gymnasium och vuxenutbildning. Gymnasieverksamheten utgör det största segmentet och motsvarar ca 60 % av elevantalet, samt bidrar med merparten av rörelseresultatet. Resterande elevfördelning utgörs av grundskola (~29 %), förskola (~9 %) och vuxenutbildning (~2 %). Under Q2-24/25 förvärvades Aprendere, vilket stärkte exponeringen mot yrkesgymnasiesegmentet. Antalet barn och elever uppgick vid utgången av Q3-24/25 till ca 9 551.



AcadeMedia

AcadeMedia är norra Europas största privata utbildningskoncern med verksamhet i Sverige, Norge, Tyskland, Finland, Nederländerna, Polen och England, vilket medför en bred intäktsbas under olika regulatoriska ramverk. Intäktsmixen fördelar sig på gymnasium (~32 %), förskola och internationell verksamhet (~35 %), grundskola (~23 %) samt vuxenutbildning (~10 %), där gymnasieverksamheten genererar den största andelen av rörelseresultatet (~38 %). Totalt omfattar verksamheten ca 860 enheter med omkring 21 000 anställda.



Gymnasiesegmentet kännetecknas av högre marginalprofil, drivet av stordriftsfördelar, högre autonomi bland eleverna samt lägre bemanningsintensitet. Därtill är elevrelationerna kortare, vilket innebär att elevstocken förnyas oftare, vilket i sin tur skapar en naturlig riskpremie i prissättningen och därmed högre krav på lönsamhet. Grundskoleverksamheten uppvisar i regel högre lönsamhet än förskolan, men kräver samtidigt större initiala investeringar och är mer kapitalkrävande. Förskoleverksamheten, som utgör en betydande andel av Tellusgruppens intäkter, präglas av lägre inträdesbarriärer, högre konkurrensintensitet och begränsade skaleffekter, vilket sammantaget resulterar i strukturellt lägre marginalnivåer. Den höga förskoleexponeringen förklarar därmed i stor utsträckning Tellusgruppens lägre marginalprofil relativt Cedergrenska och AcadeMedia. Därtill är både Cedergrenska och i synnerhet AcadeMedia väsentligt större koncerner sett till börsvärde och operationell skala, vilket sammantaget motiverar en viss värderingsrabatt för Tellusgruppen.

Utifrån dessa strukturella skillnader bedömer Analyst Group att Tellusgruppens för- och grundskoleverksamhet bör värderas med rabatt relativt sektorkollegorna Cedergrenska och AcadeMedia. Rabatten motiveras primärt av den högre exponeringen mot förskola, den lägre marginalprofilen samt Koncernens mindre storlek i termer av börsvärde och operationell skala. Samtidigt bedöms dock den underliggande affärsmodellen fortsatt erbjuda stabila intäktsströmmar och defensiva egenskaper kopplat till konjunkturokänslig efterfrågan och offentlig finansiering.

Nyckeltal	Cedergrenska	AcadeMedia	Genomsnitt peers	Tellusgruppen
Marknadsvärde	540,2	8 691,4	4 615,8	90,6
Enterprise Value (EV)	575,8	9 667,4	5 121,6	120,5
Omsättningstillväxt Y-Y	25,1%	12,5%	18,8%	7,7%
EBITA-tillväxt Y-Y	76,9%	21,9%	49,4%	610,4%
EBITA-marginal LTM	7,1%	6,6%	6,8%	4,7%
FCF-marginal LTM	6,2%	5,9%	6,1%	3,2%
Nd/EBITDA LTM	0,4x	0,7x	0,5x	1,0x
EV/S LTM	0,5x	0,5x	0,5x	0,2x
EV/EBITDA LTM	6,4x	5,5x	6,0x	4,2x
EV/EBITA LTM	7,3x	7,8x	7,6x	5,1x
EV/FCF LTM	8,3x	8,8x	8,5x	7,5x

För år 2026 estimerar Analyst Group att förskole- respektive grundskoleverksamheten genererar EBITDA-marginaler om ca 6,3 % respektive 6,5 %. Med koncernjusteringar från moderbolaget i beaktning motsvarar detta ett estimerat EBITDA-resultat om ca 14,5 MSEK för förskolan och 6,3 MSEK för grundskolan. Med applicerade EV/EBITDA-multiplar om 5x respektive 6x, härleds motiverade bolagsvärden (EV) om ca 72 MSEK respektive 38 MSEK, innan nuvärdesberäkning.

Värdering: Utbildningsresurser

Segmentet Utbildningsresurser estimeras generera ett EBITDA-resultat om ca 10 MSEK år 2026, motsvarande en EBITDA-marginal om 12,5 %. Efter koncernjusteringar förväntas EBITDA-resultatet uppgå till ca 8,6 MSEK år 2026, motsvarande ca 29 % av det estimerade EBITDA-resultatet för Koncernen som helhet.

Det saknas i dagsläget noterade, renodlade jämförelsebolag inom språkstöd, handledning och skolbemannning. Analyst Group bedömer dock att det föreligger relevanta likheter mellan segmentet Utbildningsresurser och de noterade omsorgsaktörerna Humana, Attendo och Ambea, vilka är verksamma inom offentligt finansierade, samhällsnära tjänster såsom äldreomsorg, individ- och familjeomsorg samt funktionsstöd. Likheterna återfinns främst i kombinationen av offentlig finansiering, stabila och kontraktsbaserade intäktsflöden samt personalintensiv affärsmodell. Samtidigt vill vi understryka att det föreligger tydliga skillnader vad gäller regleringsgrad, kapitalkrav och samhällskritikalitet. Utbildningsresurser bygger på en mer flexibel bemanningsmodell med kortare avtalshorisonter och lägre kapitalbindning, men bedöms också vara mindre samhällskritiskt än omsorgssektorn. Därtill är utbildningsområdet föremål för ett mer polariserat politiskt sentiment.

Mot denna bakgrund anser vi att omsorgsaktörerna utgör en rimlig jämförelse, givet att segmentet Utbildningsresurser är indirekt exponerat mot offentlig finansiering, delvis upphandlingsstyrt och tydligt tjänstebaserat.

Nyckeltal	Humana	Attendo	Ambea	Genomsnitt peers	Tellusgruppen
Marknadsvärde	2 109,3	10 326,7	9 907,1	7 447,7	90,6
Enterprise Value (EV)	3 415,3	12 607,7	12 220,1	9 414,4	120,5
Omsättningstillväxt Y-Y	8,5%	9,7%	5,9%	8,0%	7,7%
EBITA-tillväxt Y-Y	22,2%	29,6%	22,7%	24,8%	610,4%
EBITA-marginal LTM	4,1%	5,3%	7,9%	5,8%	4,7%
FCF-marginal LTM	8,7%	2,4%	6,9%	6,0%	3,2%
Nd/EBITDA LTM	2,6x	1,8x	1,8x	2,1x	1,0x
EV/S LTM	0,3x	0,7x	0,9x	0,6x	0,2x
EV/EBITDA LTM	8,0x	12,1x	12,0x	10,7x	4,2x
EV/EBITA LTM	8,1x	12,3x	10,7x	10,4x	5,1x
EV/FCF LTM	3,7x	27,3x	12,3x	14,5x	7,5x

Omniglot
SPRÅKRESURSER

Vikariepoolen

Kentaur
Människa och maskin för en bättre skola

Omsorgskoncernerna har historiskt uppvisat en genomsnittlig tillväxttakt om ca 5–10 % mellan åren 2019–2024, med EBITA-marginaler om ca 3–6,5 %. Snittbolaget bland omsorgskoncernerna handlas till EV/EBITDA 10,7x och EV/EBITA 10,4x LTM.

Mot bakgrund av segmentet Utbildningsresursers lönsamhetsprofil, goda tillväxtutsikter och begränsade politiska exponering i jämförelse med för- och grundskola, anses en högre målmultipl vara motiverad i jämförelse med för- och grundskoleverksamheten. Dock bedömer vi att utbildningsområdet är föremål för ett mer polariserat politiskt sentiment, vilket motiverar en värderingsrabatt mot omsorgskoncernerna. Vidare är jämförelsebolagen väsentligt större i termer av börsvärde, vilket ytterligare motiverar en rabatt relativt de etablerade omsorgsaktörerna. Med en applicerad EV/EBITDA-multipl om 8x på Utbildningsresursers estimerade EBITDA-resultat om ca 8,6 MSEK år 2026 härleds ett motiverat EV om ca 69 MSEK.

Värdering: Måltidsresurser och barnpassning

Segmenten Måltidsresurser och Barnpassning bedöms stå för ca 6,7 % respektive 0,6 % av Koncernens intäkter år 2026. Inom Måltidsresurser utgör omkring 75 % intern försäljning, och det externa bidraget till rörelseresultatet bedöms vara begränsat. Detsamma gäller för Barnpassning, som väntas omsätta ca 3,5 MSEK år 2026 med låg lönsamhet. Med en EV/EBITDA-multipl om 6x på det estimerade externa EBITDA-bidraget från Måltidsresurser uppgår motiverat EV till ca 1,3 MSEK. Beträffande Barnpassning tillämpas en EV/EBITDA-multipl om 5x, vilket motsvarar ett EV om knappa 0,1 MSEK. Mot bakgrund av segmentens marginella bidrag till den aggregerade värderingen har vi valt att fokusera värderingsanalysen på kärnsegmenten: För- och Grundskola samt Utbildningsresurser.

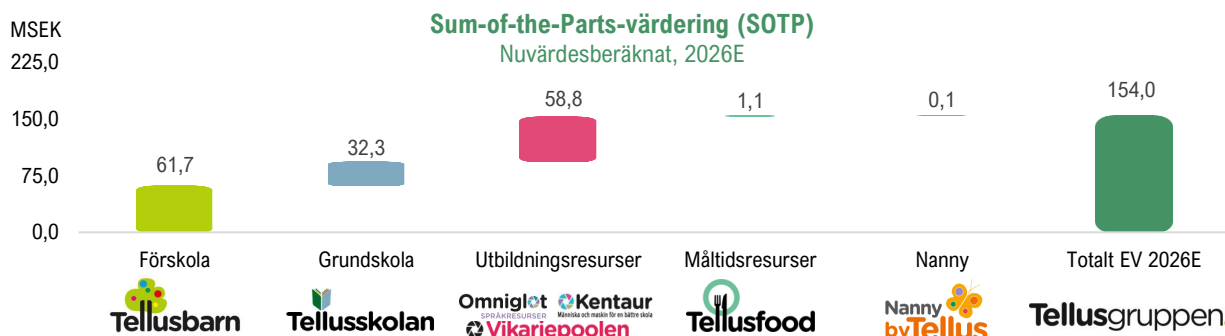
Sammanfattning av SOTP-värdering

Värderingarna av respektive affärssegment har härletts med utgångspunkt från segmentens EBITDA-resultat, då avskrivningar inte redovisas uppdelat per segment. Däremot anser Analyst Group att EV/EBITA utgör det mest relevanta värderingsmåttet på koncernnivå, då det beaktar skillnader i kapitalstruktur och redovisningsstandarder, något som är relevant då Tellusgruppen i enlighet med K3 redovisar avskrivningar på goodwill. Vidare har Analyst Group valt att basera värderingen på estimaten för räkenskapsåret 2026, då Koncernen tidigare har brottats med lönsamheten samtidigt som effekterna av den intensiva etableringsfasen under perioden 2019–2023 förväntas successivt realiseras under de kommande åren.

Med en applicerad EV/EBITDA-multipl om 8x på Utbildningsresursers estimerade EBITDA-resultat efter koncernjusteringar om ca 8,6 MSEK år 2026, härleds ett motiverat EV om ca 69 MSEK. För förskole- respektive grundskoleverksamheten har EV/EBITDA-multiplar om 5x respektive 6x applicerats, vilket motsvarar motiverade EV:s om ca 72 MSEK respektive 38 MSEK. De mindre segmenten Måltidsresurser och Barnpassning har en marginell påverkan på den aggregerade värderingen, med härledda bolagsvärden om ca 1,3 MSEK respektive 0,1 MSEK.

Den summerade värderingsmodellen indikerar ett totalt Enterprise Value (EV) om ca 181 MSEK. Med en antagen diskonteringsränta om 11,7 % och beaktad kapitalstruktur motiveras således ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 125 MSEK, motsvarande 7,0 kr per aktie i ett Base scenario. Nettoskulden har justerats med hänsyn till tilläggsköpeskillingen som uppstod vid förvärvet av Omniglot, vilken värderas till ca 26,6 MSEK. Den härledda värderingen motsvarar en implicit EV/EBITA-multipl om 7,0x på 2026 års estimerade EBITA-resultat om ca 26 MSEK, motsvarande en snittrabatt om ca 8 % i relation till jämförbara skolkoncerner LTM.

7,0 KR
VÄRDE PER AKTIE
BASE SCENARIO

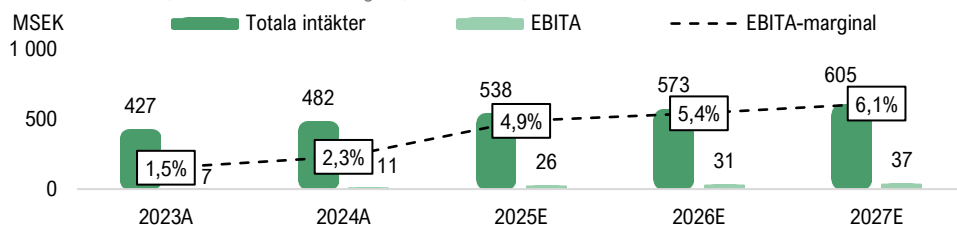


Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras en accelererande organisk tillväxt i kombination med successiv marginal-expansion. Tillväxten förväntas primärt drivas av ett högre kapacitetsutnyttjande inom för- och grundskoleverksamheten, där Tellusgruppens differentierade profilutbud bidrar till att stärka elevtillströmningen. I takt med att elevvolymerna ökar bedöms kostnadsbasen stiga i en långsammare takt, då marginalkostnaden för ytterligare elever är begränsad, vilket förväntas realisera skalfördelar ytterligare. Inom Utbildningsresurser bedöms ökade regulatoriska krav på modersmålslärare, ett växande behov av temporär bemanning i skolorna samt en fortsatt hög andel nyanlända elever driva stark efterfrågan. Därtill estimeras en stark korsförsäljning mellan Omniglot och Vikariepoolen, vilket förväntas bana väg för stark tillväxt. Givet att Utbildningsresurser uppvisar en lönsamhet som överstiger Koncernens genomsnittsnivå, förväntas segmentets ökade intäktsandel utgöra en katalysator för den samlade marginalexpansionen över prognosperioden. En applicerad målmultipl i linje med jämförbara skolkoncerner LTM om EV/EBITA 7,6x appliceras på 2026 års prognostiserade EBITA-resultat om ca 31,1 MSEK. Tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 11,7 % och med hänsyn till kapitalstrukturen erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 173 MSEK, motsvarande 9,7 kr per aktie i ett Bull scenario.

I ett Bull scenario estimeras en ökad beläggningsgrad utgöra en central drivare av marginalexpansionen.

Estimerade intäkter, EBITA och EBITA-marginal, Bull scenario, 2023A – 2027E



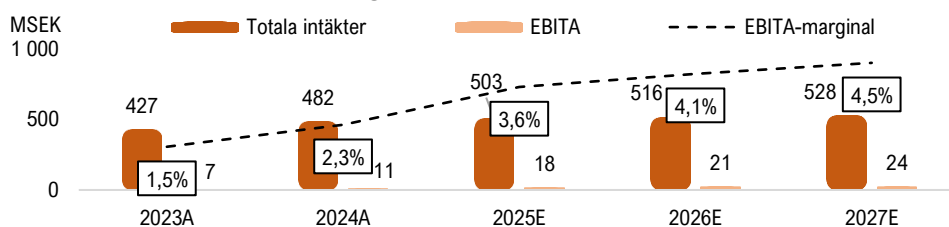
Källa: Analyst Groups prognoser

Bear scenario

Tellusgruppen estimeras i ett Bear scenario möta fortsatt utmanande marknadsförhållanden med svagare efterfrågeutveckling, vilket resulterar i en mer begränsad marginalåterhämtning. För- och grundskolesegmentet påverkas samtidigt negativt av lägre kapacitetsutnyttjande till följd av avtagande elevtillväxt, ökad konkurrens från kommunala och privata aktörer samt en fortsatt negativ demografisk trend med minskande barnkullar. Därtill utgör förändrade politiska förutsättningar, såsom sänkta skolpengsnivåer och skärpta kvalitetskrav, ytterligare press på lönsamheten. Inom Utbildningsresurser förväntas tillväxten bli lägre än estimerat i ett Base scenario, samtidigt som integrationen av Vikariepoolen visar sig mer resurskrävande än förväntat, vilket belastar resultatet. I kombination med en hög fast kostnadsstruktur utblir de fulla skaleffekterna, vilket resulterar i en svagare marginalutveckling på koncernnivå. Därtill förväntas ett försämrat marknadssentiment för friskolesektorn, drivet av ökad politisk osäkerhet och farhågor om potentiella regelförändringar vid ett eventuellt maktskifte till de rödgröna partierna, resultera i en lägre värderingsmultipl. Med en applicerad målmultipl om EV/EBITA 6,0x på 2026 års prognostiserade EBITA-resultat om ca 21 MSEK, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 11,7 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 79 MSEK, motsvarande 4,5 kr per aktie i ett Bear scenario.

I ett Bear scenario estimeras en svagare marginalexpansion till följd av lägre elevtillströmning.

Estimerade intäkter, EBITA och EBITA-marginal, Bear scenario, 2023A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Bull Scenario

Estimerad EBITA 2026

31,1 MSEK

Applicerad EV/EBITA-multipl

7,6x

Motiverat nuvärde per aktie

9,7 kr

Bear Scenario

Estimerad EBITA 2026

21,2 MSEK

Applicerad EV/EBITA-multipl

6,0x

Motiverat nuvärde per aktie

4,5 kr

Bijan Fahimi, VD

Bijan är medgrundare av Tellusgruppen och har varit VD sedan år 2020. Han har en filosofie kandidatexamen i nationalekonomi från Stockholms universitet och besitter en bred erfarenhet från både privat och offentlig sektor, inklusive arbete inom politiska organisationer och intresseorganisationer. Bijan har verkat som entreprenör, företagsledare, konsult och rådgivare med fokus på strategiskt ledarskap samt genomförande av komplexa projekt och kampanjer. Han har även innehaft flera betydelsefulla styrelse- och förtroendeuppdrag, bl.a. som vice ordförande i Almega Tjänsteföretagen, styrelseledamot i Almega AB samt ledamot i Svenskt Näringslivs styrelse. **Innehav:** 10 258 137 aktier samt 1 028 813 optioner av serie TO3 genom Bina Holding AB

Narges Moshiri, Kvalitets- och operativ chef

Narges är medgrundare av Tellusgruppen och verkar idag som kvalitets- och operativ chef. Hon har en förskolläraryr utbildning från Lärarhögskolan i Liljeholmen och har lång erfarenhet av att äga, leda och utveckla verksamheter inom utbildningssektorn. Genom åren har Narges drivit såväl skolor och förskolor som ungdomsverksamheter, med ett starkt fokus på kvalitet, pedagogisk utveckling och operativt ledarskap. **Innehav:** 10 258 137 aktier samt 1 028 813 optioner av serie TO3 genom Bina Holding AB

Victor Succo, CFO

Victor är CFO på Tellusgruppen sedan år 2025. Han har en ekonomie magisterexamen i företagsekonomi från Uppsala universitet och har sedan år 2009 arbetat som controller och analytiker inom flera olika branscher. Genom åren har Victor byggt upp bred finansiell och operativ erfarenhet från sektorer såsom dagligvaruhandel, försäkring samt senast telekom och streaming. **Innehav:** 16 000 aktier

Richard Bengtsson, Affärsutvecklings- och kommunikationschef

Richard är affärsutvecklings- och kommunikationschef på Tellusgruppen sedan år 2024. Han har en Executive MBA samt studier i statskunskap vid Stockholms universitet. Richard har en bred bakgrund inom HR, kommunikation och organisationsutveckling, bl.a. som HR- och kommunikationschef på Yrkes-Akademien AB samt som organisationskonsult och politisk sekreterare. **Innehav:** 16 500 aktier samt 1 650 optioner av serie TO3

Jessica Malmberg, Förvaltningschef

Jessica är förvaltningschef på Tellusgruppen sedan år 2023 och har varit verksam inom Koncernen sedan år 2011. Hon har studerat företagsekonomi vid Stockholms universitet samt psykodynamisk psykoterapi vid INTAPSY i London. Jessica har gedigen erfarenhet från fastighetsbranschen med fokus på offentlig upphandling, fastighetsdrift, kommersiell hyresrätt, hyresförhandling och bygglovsprocesser. Hon ansvarar även för Koncernens kommunala kontakter i tillstånds- och etableringsfrågor. Hon är certifierad BAS-P och BAS-U samt diplomerad personaladministratör via HOGIA SRF. **Innehav:** 14 450 aktier

Ulrika Forsström, Skol- och utvecklingschef

Ulrika är skol- och utvecklingschef på Tellusgruppen sedan år 2025. Hon har en filosofie kandidatexamen i pedagogik från Umeå universitet, en magisterexamen i utbildningsledning samt rektorsutbildning vid Stockholms universitet, samt har genomgått Skolverkets skolchefsutbildning. Ulrika är i grunden grundskollärare och har sedan år 2008 omfattande erfarenhet av utbildningsledning i roller som rektor och skolchef inom samtliga skolformer i både Stockholmsregionen och övre Norrland. Hon har även arbetat som undervisningsråd vid Skolverkets skolutvecklingsavdelning. **Innehav:** 0 aktier

Maria Friberg, Skolchef

Maria är skolchef på Tellusbarn sedan år 2020. Hon är utbildad förskollärare och rektor, med en bakgrund som barnskötare. Maria har varit verksam inom Tellusbarn sedan år 2012, först som rektor och därefter som skolchef. Genom sina många år inom verksamheten har hon byggt upp gedigen erfarenhet av ledarskap och kvalitetsarbete inom förskolesektorn. **Innehav:** 0 aktier



Thomas Gür, Styrelseordförande

Thomas är styrelseordförande i Tellusgruppen sedan år 2020. Han har en filosofie kandidatexamen i ekonomisk historia och nationalekonomi från Lunds universitet. Thomas är ägare och grundare av Ölander & Gür AB, Klasse AB och Klaat AB, samt styrelseordförande i Courant-Gruppen AB och Stall Courant AB, och styrelseledamot i Bio-Works Technologies AB. Sedan år 2001 är han verksam som konsult inom kommunikation, investor relations, mediehantering och samhällskontakter. Han har lång erfarenhet som rådgivare i internationella frågor och transaktioner för både noterade och onoterade bolag, och var 2013–2014 extern VD för Accelerator Nordic AB. Thomas har även tidigare varit politisk kommentator på ledarsidorna i bl.a. Svenska Dagbladet, Göteborgs-Posten, Finanstidningen och Östgöta Correspondenten samt tjänstgjort som FN-officer och presschef hos Överbefälhavaren. **Innehav:** 92 000 aktier samt 7 700 optioner av serie T03



Elnaz Madani, Styrelseledamot

Elnaz är styrelseledamot i Tellusgruppen sedan år 2012 och vice ordförande sedan år 2025. Hon har en filosofie kandidatexamen i företagsekonomi samt en juristexamen från Stockholms universitet. Elnaz arbetar som jurist med bred erfarenhet av förvaltningsrättsliga frågor, affärsjuridik och regelefterlevnad. Hon har tidigare tjänstgjort som notarie vid Förvaltningsrätten i Stockholm samt arbetat med skattejuridik, compliance och processeffektivisering inom områdena AML och Counter Terrorist Financing.

Innehav: 10 750 aktier samt 1 152 optioner av serie T03



Louise Furness, Styrelseledamot

Louise är styrelseledamot i Tellusgruppen sedan år 2024. Hon är utbildad grundskollärare i idrott & hälsa och matematik vid Gymnastik- och idrottshögskolan i Stockholm samt har genomgått rektorsprogrammet vid Stockholms universitet. Louise är idag verksam som konsult med fokus på tidiga insatser för ökad psykisk hälsa inom Lidingö stad samt styrelseledamot i Rosstigen Fastighets AB och styrelseordförande för Tellusskolan och Tellusbarn. Hon har omfattande erfarenhet från utbildningssektorn i ledande roller på kommunal nivå samt som expert vid Skolverket och konsult inom ersättningsmodeller, förändringsledning och organisationsutveckling. **Innehav:** 2 000 aktier



Hanna Myhrman, Styrelseledamot

Hanna är styrelseledamot i Tellusgruppen sedan år 2025. Hon är utbildad jurist från Lunds universitet och arbetar idag som chefsjurist och Head of M&A på ADDvise Group AB. Hanna är styrelseledamot i Vimab Group AB, Stiftelsen Svea Myhrmans minne samt i dotterbolag till ADDvise Group AB. Hon har bred erfarenhet av bolagsjuridik, transaktioner och företagsförvärv inom börsnoterad verksamhet.

Innehav: 147 278 aktier



Caj Perrin, Styrelseledamot

Caj är styrelseledamot i Tellusgruppen sedan år 2020. Han har en civilingenjörsexamen från KTH samt har läst ekonomi vid Stockholms universitet och KTH. Caj är grundare, delägare, styrelseordförande och chef för affärsutveckling i Fair Utveckling AB, som driver flera bad- och friskvårdsanläggningar i Sverige. Han har lång erfarenhet av styrelsearbete inom offentligt finansierad verksamhet och har tidigare innehaft strategiska befattningar inom Stockholms stad. Caj är även styrelseledamot i ABC Jourhem AB.

Innehav: 143 993 aktier samt 14 399 optioner av serie T03



Luca di Stefano, Styrelseledamot

Luca är styrelseledamot i Tellusgruppen sedan år 2020. Han har en marknadsekonombildning från Frans Schartaus Handelsinstitut samt har studerat internationella relationer vid Stockholms universitet. Luca är investerare, styrelseproffs och grundare av flera bolag inom media och IT, och har sedan år 2017 verkat som VD och operativt ansvarig i flera tillväxtbolag. Han var tidigare delägare och VD för digitala marknadsföringsbyrån Brandson AB, som senare förvärvades av Defiso Media AB. Idag är han VD för Lärkberget AB. Luca är även styrelseordförande i Refine Group AB, Gavalld Holdings, Upgrade Invest Nordic AB, XLNT Group AB, Hamax Holding AB och Cazzosa Capital. **Innehav:** 18 750 aktier

Base scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	244,5	323,3	399,3	450,9	492,6	516,9	538,1
Övriga rörelseintäkter	17,9	26,4	28,0	30,7	31,4	30,1	28,3
Totala intäkter	262,5	349,7	427,3	481,6	524,0	546,9	566,5
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-17,9	-27,3	-31,7	-32,7	-32,0	-32,3	-32,3
Övriga externa kostnader	-66,3	-83,6	-98,3	-107,4	-109,6	-113,7	-115,7
Personalkostnader	-176,1	-226,1	-284,1	-327,9	-355,1	-370,8	-384,2
EBITDA	2,2	12,7	13,2	13,6	27,3	30,1	34,2
EBITDA-marginal	0,8%	3,6%	3,1%	2,8%	5,2%	5,5%	6,0%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillg.	-8,5	-4,5	-6,7	-2,5	-5,0	-4,2	-4,1
EBITA	-6,3	8,2	6,5	11,1	22,2	25,8	30,1
EBITA-marginal	-2,4%	2,3%	1,5%	2,3%	4,2%	4,7%	5,3%
Av-/nedskrivningar av goodwill	1,1	-11,3	-18,0	-24,2	-18,8	-13,2	-1,4
EBIT	-5,2	-3,1	-11,5	-13,1	3,4	12,7	28,7
EBIT-marginal	-2,0%	-0,9%	-2,7%	-2,7%	0,7%	2,3%	5,1%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-1,0	-2,3	-4,5	-6,0	-3,5	-4,1	-2,0
Koncernbidrag	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,4	-5,4	-16,0	-19,1	-0,1	8,6	26,7
Skatt	-0,4	-1,0	-1,0	-0,7	0,0	-1,8	-5,5
Nettoresultat	-6,8	-6,4	-17,0	-19,8	-0,1	6,9	21,2
Nettomarginal	-2,6%	-1,8%	-4,0%	-4,1%	0,0%	1,3%	3,7%

Bull scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	244,5	323,3	399,3	450,9	506,1	541,6	574,8
Övriga rörelseintäkter	17,9	26,4	28,0	30,7	32,3	31,5	30,3
Totala intäkter	262,5	349,7	427,3	481,6	538,4	573,1	605,1
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-17,9	-27,3	-31,7	-32,7	-32,4	-33,8	-34,5
Övriga externa kostnader	-66,3	-83,6	-98,3	-107,4	-110,3	-116,7	-121,9
Personalkostnader	-176,1	-226,1	-284,1	-327,9	-364,4	-387,2	-407,6
EBITDA	2,2	12,7	13,2	13,6	31,3	35,3	41,2
EBITDA-marginal	0,8%	3,6%	3,1%	2,8%	5,8%	6,2%	6,8%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillg.	-8,5	-4,5	-6,7	-2,5	-5,0	-4,2	-4,1
EBITA	-6,3	8,2	6,5	11,1	26,3	31,1	37,0
EBITA-marginal	-2,4%	2,3%	1,5%	2,3%	4,9%	5,4%	6,1%
Av-/nedskrivningar av goodwill	1,1	-11,3	-18,0	-24,2	-18,8	-13,2	-1,4
EBIT	-5,2	-3,1	-11,5	-13,1	7,4	17,9	35,7
EBIT-marginal	-2,0%	-0,9%	-2,7%	-2,7%	1,4%	3,1%	5,9%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-1,0	-2,3	-4,5	-6,0	-3,5	-4,1	-2,0
Koncernbidrag	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,4	-5,4	-16,0	-19,1	3,9	13,9	33,7
Skatt	-0,4	-1,0	-1,0	-0,7	-0,8	-2,9	-6,9
Nettoresultat	-6,8	-6,4	-17,0	-19,8	3,1	11,0	26,7
Nettomarginal	-2,6%	-1,8%	-4,0%	-4,1%	0,6%	1,9%	4,4%
Bear scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	244,5	323,3	399,3	450,9	472,8	487,8	501,2
Övriga rörelseintäkter	17,9	26,4	28,0	30,7	30,2	28,4	26,4
Totala intäkter	262,5	349,7	427,3	481,6	503,0	516,1	527,6
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-17,9	-27,3	-31,7	-32,7	-31,9	-31,7	-31,6
Övriga externa kostnader	-66,3	-83,6	-98,3	-107,4	-106,4	-107,8	-109,3
Personalkostnader	-176,1	-226,1	-284,1	-327,9	-341,4	-351,2	-358,9
EBITDA	2,2	12,7	13,2	13,6	23,3	25,5	27,9
EBITDA-marginal	0,8%	3,6%	3,1%	2,8%	4,6%	4,9%	5,3%
Av-/nedskrivningar av anläggningstillg.	-8,5	-4,5	-6,7	-2,5	-5,0	-4,2	-4,1
EBITA	-6,3	8,2	6,5	11,1	18,3	21,2	23,7
EBITA-marginal	-2,4%	2,3%	1,5%	2,3%	3,6%	4,1%	4,5%
Av-/nedskrivningar av goodwill	1,1	-11,3	-18,0	-24,2	-18,8	-13,2	-1,4
EBIT	-5,2	-3,1	-11,5	-13,1	-0,5	8,1	22,4
EBIT-marginal	-2,0%	-0,9%	-2,7%	-2,7%	-0,1%	1,6%	4,2%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-1,0	-2,3	-4,5	-6,0	-3,5	-4,1	-2,0
Koncernbidrag	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,4	-5,4	-16,0	-19,1	-4,0	4,0	20,4
Skatt	-0,4	-1,0	-1,0	-0,7	0,0	-0,8	-4,2
Nettoresultat	-6,8	-6,4	-17,0	-19,8	-4,0	3,2	16,2
Nettomarginal	-2,6%	-1,8%	-4,0%	-4,1%	-0,8%	0,6%	3,1%

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 **Tellusgruppen AB** (vidare Koncernen) 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.