

Utrymme för fortsatt konsolidering

Tellusgruppen ("Tellusgruppen" eller "Koncernen") är en diversifierad utbildningskoncern, huvudman för 28 förskolor och 8 grundskolor, med kompletterande verksamhet inom bl.a. utbildningsresurser. Attraktiv positionering och kvalitativ undervisning har lyft beläggningsgraden inom förskolan från ca 65 % (2021) till ca 78 % (2025) och drivit en successivt stärkt lönsamhet, trots minskade barnkullar. Parallellt har Koncernens aktiva förvärvsagenda breddat intäktsbasen bortom skolpengen, där segmentet Utbildningsresurser, innefattande bl.a. modersmålsundervisning, studiehandledning och vikarieförmedling, utgjorde ca 17 % av intäkterna under Q1-26. Med en balanserad kapitalallokeringsstrategi, innefattande utdelning och selektiva förvärv, samt en justerad Nd/EBITDA om 0,9x LTM, bedöms Koncernen ha fortsatt utrymme för konsolidering i en fragmenterad marknad. Med en applicerad EV/EBIT-multipel om 6,0x på 2026 års estimerade EBIT-resultat (36 MSEK) härleds ett motiverat nuvärde om 9,8 kr (8,8) per aktie i ett Base scenario.

- Stabil inledning på 2026 med fortsatt organisk tillväxt

Intäkterna uppgick till 138,2 MSEK (131,6) under Q1-26, motsvarande en organisk tillväxt om 5,0 % Y-Y, i linje med våra estimat (137,9). Tillväxten drevs av samtliga tre segment, där förskolan växte 4,7 %, grundskolan 8,3 % och Utbildningsresurser 12,8 %. Beläggningsgraden inom förskolan stärktes vidare till 79,4 % (77,7), vilket tillsammans med en uppreviderad skolpeng, fler elever inom grundskolan samt förvärvet av Danderyds Enskilda skola AB bedöms stödja fortsatt tillväxt och marginalutveckling under resterande 2026.

- Förvärv stärker positionen i Stockholmsområdet

Under mitten av Q2-26 konsoliderades förvärvet av Danderyds Enskilda skola, vilket tillför en för- och grundskola med ett samlat tillskott om ca 200 barn och elever. Köpeskillingen uppgick till 6,5 MSEK, vilket förväntas addera en årlig omsättning om ca 30 MSEK. Värderingen om ca EV/EBIT 5,1x (2024/2025) framstår som attraktiv, där den geografiska närheten till befintlig drift bedöms begränsa integrationsrisken och stödja synergieffekter. Med en justerad Nd/EBITDA exkl. IFRS 16 om 0,9x kvarstår finansiellt utrymme för fortsatta selektiva förvärv, där skärpta regulatoriska krav på kvalitets-säkring och transparens förväntas accelerera konsolideringen till större aktörers fördel.

- Förbättrade tillväxtutsikter motiverar uppreviderat värde

Mot bakgrund av förvärvstillskottet har estimaten för 2026–2027 uppreviderats. Tellusgruppen övergick under Q1-26 från K3 till IFRS, och Analyst Group estimerar att EBIT-resultatet stärks från ca 32 MSEK 2025 till ca 36 MSEK 2026, motsvarande en EBIT-marginal om 6,4 % (6,2). Trots den politiska risken anser Analyst Group att nuvarande värdering om EV/EBIT 4,3x är omotiverat låg gentemot peers, givet goda tillväxtutsikter såväl organiskt som via förvärv, estimerad marginal-expansion och gradvis mer diversifierade intäkter. Med en applicerad målmultipel om EV/EBIT 6,0x på 2026E härleds ett motiverat nuvärde om 9,8 kr per aktie i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
5,3 kr

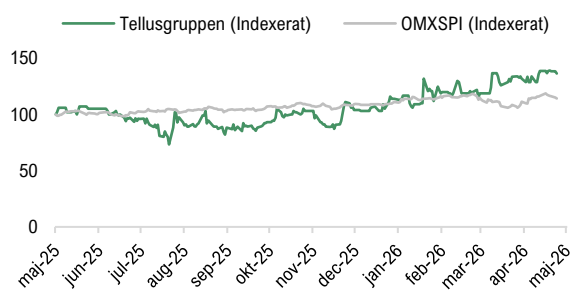
Base
9,8 kr

Bull
12,8 kr

Nyckeldata

Senast betalt (2026-05-13)	6,9
Antal Aktier (st.)	17 763 422
Market Cap (MSEK)	122,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	24,3
Enterprise Value (MSEK)	146,5
Lista	Nasdaq First North
Kvartalsrapport 2 2026	2026-08-13

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (2026-03-31)

INSYNSPERSON

Bina Holding AB	58,9 %
Mangold Fondkommission AB	9,0 %
David Wästberg	4,5 %
Rikard Akhtarzand	4,4 %
Pontus Lindwall	3,7 %

Prognoser (MSEK)	2024A	2025A	2026E	2027E
Nettoomsättning	450,9	489,0	527,8	561,5
Övriga rörelseintäkter	30,7	31,6	33,7	35,8
Totala intäkter	481,6	520,6	561,5	597,3
Rörelsekostnader	-468,0	-425,6	-458,7	-487,4
EBIT	-13,1	32,3	35,8	40,0
EBIT-marginal	-2,7%	6,2%	6,4%	6,7%
EV/S	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBIT	-11,2	4,5	4,1	3,7
P/E	-6,2	10,4	10,0	8,1

¹Tellusgruppen övergick per den 1 januari 2026 från K3 till IFRS. Räkenskapsåret 2025 har omräknats enligt IFRS, vilket innebär att 2024A inte är fullt jämförbart med 2025A–2027E.

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q1-26	4-6
Bolagsbeskrivning	7-10
Marknadsanalys	11-12
Finansiell prognos	13-17
Värdering	18-19
Bull & Bear scenario	20
Ledning & Styrelse	21-23
Appendix	24-25
Disclaimer	26

OM BOLAGET

Tellusgruppen är en långsiktig ägare av välskötta verksamheter inom utbildning och barnomsorg. Koncernen är idag huvudman för 28 förskolor och åtta grundskolor samt bedriver kompletterande tjänsteområden inom utbildningsresurser, bemanning, 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

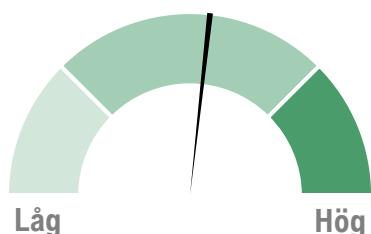
ANALYTIKER

Namn Oscar Mårdh

Telefon +46 76 044 29 70

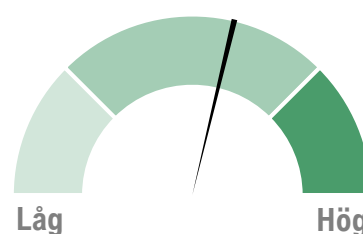
E-mail oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



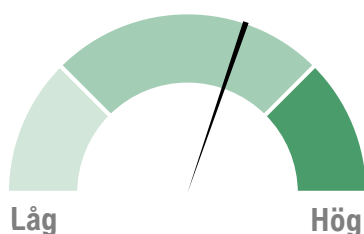
Den främsta värde drivaren utgörs av en successivt starkt lönsamhet, drivet av högre beläggning inom för- och grundskolor, en växande andel intäkter från Utbildningsresurser samt realiserade synergier i de centrala stödfunktionerna. Därutöver bedöms förvärv inom både skolverksamheten och de kompletterande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

Lönsamhet



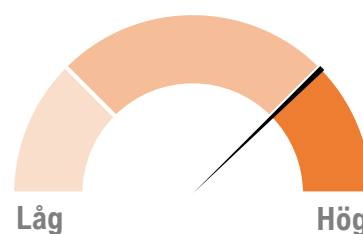
Tellusgruppen har en lång historik av lönsamhet, men vände till förlust på rörelsenivå under år 2021 till följd av en intensiv etableringsfas 2019–2023, vikande barnkullar, hög inflation samt en fördröjd revidering av skolpengen. Sedan dess har marginalerna successivt stärkts och under år 2025 uppgick EBIT-marginalen till 6,2 %. 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 59 % kontrolleras av medgrundarna, tillika VD och kvalitets- och operativ chef. Detta ingjuter förtroende och talar för att de kommer skapa fortsatt aktieägarvärde. Samtidigt innebär ägarkoncentrationen en majoritetskontroll över bolagsstyrningen, vilket kan begränsa minoritetens formella inflytande.

Risk



Tellusgruppens intäktmodell är skattefinansierad, varför politiska och regulatoriska förändringar utgör ett centralt riskmoment. Regleringar av friskolesektorn kan påverka intäkterna, utdelningskapaciteten och möjligheterna till expansion. Koncernen uppvisar en hälsosam nettoskuld / just. EBITDA om 0,9x. De kortfristiga skulderna om ca 24 MSEK förväntas delvis hanteras genom kassaflödet, samtidigt som Tellusgruppen har utrymme att öka skuldsättningen för refinansiering och fortsatt tillväxt.

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 skolektor. 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 78,1 % år 2025, 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 beläggningsgraden 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 5,4 % år 2025. Analyst Group bedömer att ett fortsatt stigande kapacitetsutnyttjande möjliggör ytterligare marginalexpansion genom operationell hävstång i den befintliga enhetsstrukturen.

Outnyttjad kapacitet banar väg för tillväxt och stärkt lönsamhet

Utbildningsresurser – strukturell tillväxt i attraktiva nischområden

Segmentet Utbildningsresurser, konsoliderat under varumärket Omnipro, utgör en intäktsbas som strukturellt avviker från Koncernens skolpengsfinansierade verksamhet. Segmentet adresserar nischområden såsom modersmålsundervisning, studiehandledning och bemanningstjänster, vilka bedöms gynnas av långsiktiga drivare såsom migration, språklig diversifiering och kompetensbrist inom skolektorn, vilket är faktorer som verkar oberoende av demografisk utveckling och politiska beslut kring friskolesektorn. I takt med att intäktsandelen från verksamheter utanför skolpengssystemet ökar, bedöms den politiska risken successivt minska på Koncernnivå, vilket på sikt kan verka som katalysator för en multiplexpansion. Därtill utgör lanseringen av AI-plattformen Kentaur en intressant optionalitet, där en framtida kommersialisering mot externa skolhuvudmän skulle möjliggöra en mer skalbar intäktsström än Koncernens nuvarande verksamheter, om än med viss osäkerhet kring tidpunkt och utfall. Sammantaget bedömer Analyst Group att segmentets kombination av strukturell tillväxt, lägre regulatorisk exponering och utvecklingspotential inom edtech inte fullt ut återspeglas i dagens värdering.

Minskad politisk exponering över tid

Lönsam tillväxtplattform med fortsatt utrymme för förvärv

Tellusgruppen har uppvisat en stark historisk tillväxt med en CAGR om ca 26 % mellan åren 2019-2025, 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, senast bekräftat genom förvärvet av Danderyds Enskilda skola under Q1-26, 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 0,9x LTM, bedöms den finansiella positionen ge utrymme för ytterligare strategiska förvärv, även om dessa inte ingår i prognoserna.

26 %
Intäkts-CAGR
2019-2025

Finansiell prognos och värdering

Mellan åren 2026-2027 estimeras en tillväxt-CAGR om 7,1 %, motsvarande en omsättning om ca 597 MSEK år 2027. Samtidigt estimeras EBIT-marginalen gradvis stärkas, från 6,2 % år 2025 till 6,4 % år 2026 och 6,7 % år 2027. Med en applicerad EV/EBIT-multipel om 6,0x på Koncernens estimerade EBIT-resultat om 35,8 MSEK år 2026 härleds ett motiverat nuvärde om 9,8 kr per aktie i ett Base scenario.

9,8 kr
värde per aktie
Base scenario

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.

Politiska beslut utgör en central riskfaktor

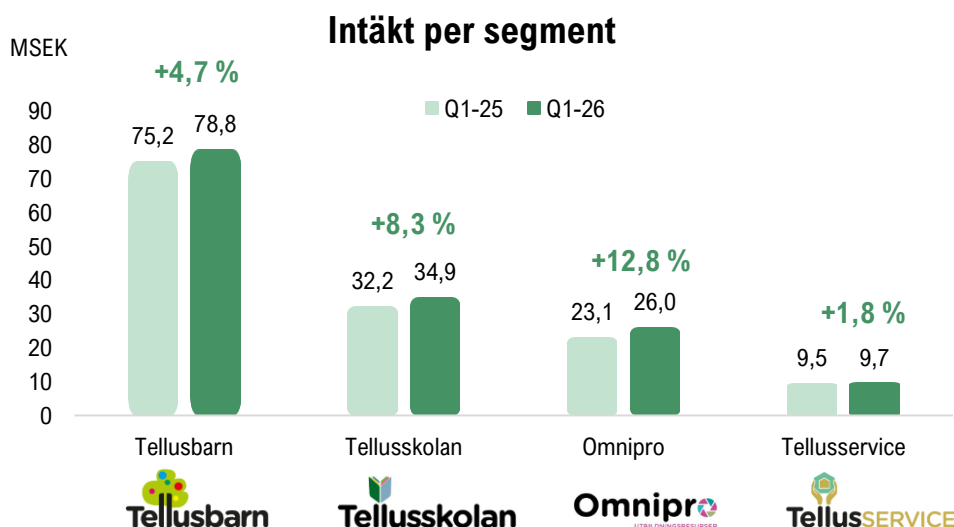
5,0 %
organisk tillväxt
Y-Y

79,4 %
beläggningsgrad
förskola Q1-26

Organisk tillväxt i linje med estimat – samtliga segment bidrar

De totala intäkterna under Q1-26 uppgick till 138,2 MSEK (131,6), motsvarande en tillväxt om 5,0 % Y-Y, uteslutande organisk och i linje med Analyst Groups estimat om 137,9 MSEK. Antal inskrivna barn och elever uppgick till 2 717 (2 672), en tillväxt om 1,7 % Y-Y, där resterande tillväxt drevs av ökad skolpeng samt stark tillväxt inom framför allt utbildningsresurser.

Det största segmentet, **förskola (Tellusbarn)**, genererade intäkter om 78,8 MSEK (75,2), motsvarande en tillväxt om 4,7 % Y-Y, drivet av fler inskrivna barn (+0,4 % Y-Y) och en högre skolpeng. Beläggningsgraden stärktes till 79,4 % (77,7), trots en något minskad kapacitet om 2 160 utbildningsplatser (2 199), vilket återigen bedöms validera den profilerade pedagogiska modellens konkurrenskraft mot bakgrund av strukturellt vikande barnkullar. Intäkterna inom **grundskolan (Tellusskolan)** ökade till 34,9 MSEK (32,2), en tillväxt om 8,3 % Y-Y, där ökad elevtillströmning (+3,9 % Y-Y) och högre skolpeng bidrog ungefär likvärdigt. **Utbildningsresurser (Omnipro)** uppvisade intäkter om 26,0 MSEK (23,1), en tillväxt om 12,8 % Y-Y, där samtliga verksamheter bidrog. Antalet utförda modersmålstimmar inom Omniglot ökade med 10,0 % Y-Y till 21 268 timmar, vilket indikerar fortsatt stark underliggande efterfrågan i den volymdrivna intäktsmodellen. Inom **Telluservice**, innefattande Tellusfood samt transport- och vaktmästartjänster för såväl interna som externa kunder, uppgick intäkterna till 9,7 MSEK (9,5), en tillväxt om 1,8 % Y-Y.



Lönsamhet något över estimat – underliggande utveckling starkare än redovisad

Det första kvartalet år 2026 utgör Tellusgruppens första rapport upprättad enligt IFRS, där jämförelsetalen för år 2025 omräknats och Y-Y-jämförelsen därmed är konsistent. De redovisade marginalnivåerna är dock inte direkt jämförbara med tidigare publicerade K3-baserade siffror, primärt till följd av att leasingavgifter under IFRS 16 omklassificeras från löpande rörelsekostnader till avskrivningar och räntekostnader, vilket strukturellt lyfter EBITDA-resultatet. Övergången bedöms över tid stärka transparensen och förenkla jämförelsen mot peers såsom Academedia och Cedergrenska, vilket Analyst Group ser som positivt.

IFRS
förväntas öka
transparensen

Tellusgruppen redovisade ett EBITDA-resultat om 17,9 MSEK (17,4), motsvarande en marginal om 13,0 % (13,2). Resultatförbättringen i absoluta tal under Q1-26 förklaras av fler barn och elever samt höjd skolpeng, medan minskade statsbidrag om ca 0,8 MSEK och ökade externa kostnader om ca 0,6 MSEK – delvis hänförliga till IFRS-relaterade konsultkostnader, motverkade förbättringen och förklarar varför EBITDA-marginalen marginellt minskar Y-Y. Koncernens EBITA-resultat, vilket under IFRS sammanfaller med EBIT då goodwill inte längre skrivs av, uppgick till 2,2 MSEK (0,5), något över Analyst Groups estimat om 1,8 MSEK. Det bör samtidigt noteras att Q1 är ett säsongsmässigt svagare kvartal, bl.a. till följd av en uppbyggd semesterlöneskuld inför sommaren.

Segmentsjämförelsen påverkas därutöver av att Koncernen under kvartalet implementerat en ny modell för debitering av koncerninterna tjänster (management fees), vilken är resultatneutral på koncernnivå men omfördelar resultat mellan moderbolaget och verksamhetsområdena. Moderbolaget vidarefakturerar numera sina rörelsekostnader med ett marknadsmässigt påslag, vilket lyfter moderbolagets rörelseresultat med 5,3 MSEK Y-Y och belastar förskola, grundskola respektive utbildningsresurser med ca -2,9, -2,0 och -0,4 MSEK. Justerat för omfördelningen rapporterar både förskola och grundskola en underliggande förbättring av kärnverksamheten, konsistent med den stigande beläggningsgraden och elevtillströmningen. Inom Utbildningsresurser uppgick EBITDA till 2,2 MSEK (4,0), där den lägre marginalen utöver management fee-effekten även förklaras av högre kundanskaffnings- och lärarkostnader, vilka bedöms hänförliga till tillväxtinvesteringar snarare än strukturell marginalpress.

Balanserad kapitalallokering – selektiva förvärv och utdelning

I slutet av Q1-26 ingick Tellusgruppen avtal om förvärv av Danderyds Enskilda skola AB för 6,5 MSEK på skuldfri basis, motsvarande en EV/EBIT-multipel om ca 5,1x (2024/2025), i linje med förvärvsramverket om ca 5x EBITDA. Småbarnsskolan (förskola) och Elevverket (grundskola) konsolideras från Q2-26, och förväntas addera ca 30 MSEK i årliga intäkter, motsvarande ca 5,7 % av intäkterna LTM (Q1-26). Givet att den förvärvade verksamhetens lönsamhet (4,2 % EBIT-marginal) bedöms ha potential att normaliseras mot Koncernens marginalnivå genom realiserade synergier i de centrala stödfunktionerna, framstår förvärvsmultipeln som attraktiv.

Parallellt med förvärvsagendan har styrelsen, efter utgången av Q1-26, föreslagit en utdelning om 0,13 kr per aktie. Tillsammans med förvärvet bekräftar detta en välavvägd kapitalallokeringsstrategi, där en återhållsam utdelningsandel kombineras med selektiva förvärv av kvalitativa skolor till attraktiva multiplar. Vid utgången av Q1-26 uppgick nettoskulden exkl. IFRS 16 till 28,7 MSEK (25,0), motsvarande en Nd/just. EBITDA exkl. IFRS 16 om 0,9x (1,1) på LTM-basis och därmed väl under det finansiella målet om maximalt 3,0x. Detta bedöms skapa fortsatt utrymme för selektiva tilläggsförvärv i en alltjämt fragmenterad marknad, en option som inte är inkluderad i Analyst Groups prognoser men som bedöms kunna driva ytterligare värdeskapande framgent.

Kentaur – från utvecklingsinitiativ till operativ plattform

Under våren har Tellusgruppen inlett utrullningen av den egenutvecklade AI-plattformen Kentaur i förskoleverksamheten, med målsättningen att fasa ut externa systemlösningar efter sommaruppehållet 2026 och därefter implementera plattformen även inom grundskoleverksamheten. Initiativet bedöms utgöra ett strategiskt skifte från fragmenterade externa systemstöd till en koncerngemensam plattform som integrerar pedagogik, administration och uppföljning. Till skillnad från flertalet AI-baserade lösningar på marknaden har Kentaur vuxit fram inifrån verksamheten i nära samarbete med pedagoger och rektorer, vilket bedöms skapa bättre förutsättningar för att adressera reella behov i den dagliga driften. Givet att personalkostnaderna utgör Koncernens enskilt största kostnadspost, uppgående till ca 100 MSEK under Q1-26, bedöms även marginella tidsbesparingar i administrativa moment kunna översättas till mätbar marginalpåverkan över tid, samtidigt som plattformen frigör pedagogresurser till kärnverksamheten och därmed kan stärka undervisningskvaliteten. Bolaget kvantifierar i nuläget inte den förväntade besparingseffekten, och initial implementering kan medföra engångskostnader för utveckling, integration och utbildning. Analyst Group inväntar därför ytterligare uppdateringar i takt med att utrullningen fortskrider innan den finansiella effekten estimeras.

Parallellt har Koncernen lanserat varumärket Knottie inom barnpassning, positionerat som ett mer flexibelt och digitalt alternativ vid sidan av premiumerbjudandet Nanny by Tellus, understött av ett nytt systemstöd som bedöms korta ledtider i bokning och förbättra matchningen mellan familjer och barnvakter. Då barnpassning utgör ca 1 % av Koncernens totala intäkter förväntas den finansiella effekten på kort sikt bli begränsad.

Förvärv förväntas tillföra ca 30 MSEK i årsomsättning

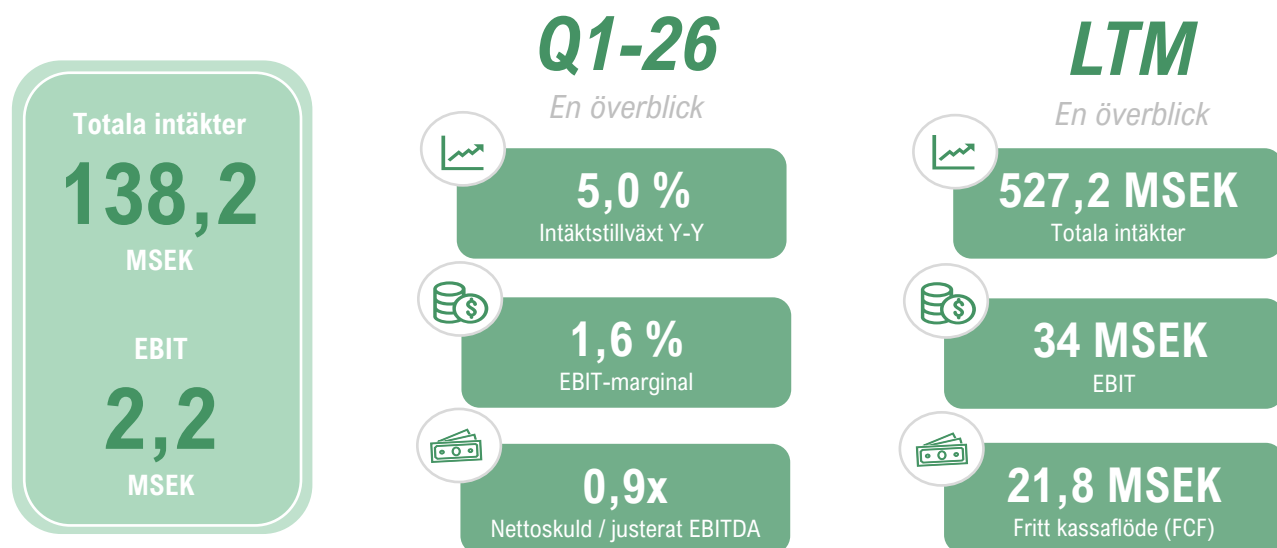
0,9x
Nd/just. EBITDA
Q1-26

Kentaur
AI-plattform med potential att medföra interna besparingar

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Tellusgruppen levererade ett Q1-26 i linje med våra estimat, där den organiska tillväxten om 5,0 % Y-Y i kombination med en stigande beläggningsgrad om 79,4 % (77,7) bekräftar att Koncernen fortsätter att vinna marknadsandelar trots strukturell motvind i barnkullarna. Kvartalets redovisade segmentsmarginaler påverkas av en omfördelning av management fees samt minskade statsbidrag och IFRS-relaterade konsultkostnader, vilket i sin tur tynger marginalen Y-Y. Förvärvet av Danderyds Enskilda skola AB bekräftar att förvärvsstrategin aktivt exekveras, samtidigt som en alljämt låg skuldsättning om 0,9x Nd/justerad EBITDA ger fortsatt finansiellt handlingsutrymme för selektiva förvärv i en fragmenterad marknad. Parallellt utgör utrullningen av Kentaur ett strategiskt skifte mot en koncerngemensam, AI-baserad plattform som bedöms understödja både pedagogisk leveranskapacitet och operativ effektivitet över tid. Tellusgruppen går därmed in i resterande del av år 2026 med en stärkt operativ plattform, där fortsatt kapacitetsutnyttjande utgör den primära operativa hävstången, accelererande tillväxt inom Utbildningsresurser, understödd av rekryteringen av en ny affärsområdeschef, tillför ytterligare exekveringskraft, och Kentaur-utrullningen utgör en central faktor att bevaka framgent.

Överblick över Tellusgruppens Q1-rapport

Totala intäkter, tillväxt Y-Y, EBITA, Nd/EBITDA, FCF, Q1-26 och LTM.



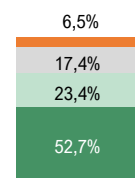
Tellusgruppen i kort

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 Q1-26 uppgick antalet inskrivna barn och elever till totalt 2717, 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 fyra verksamhetsområden: Förskoleverksamhet, Grundskoleverksamhet, Utbildningsresurser och Tellusservice. De två förstnämnda segmenten representerade ca 53 % respektive ca 23 % av de totala intäkterna under Q1-26, följt av Utbildningsresurser (~17 %) och Tellusservice (~7 %). Den historiska tillväxten, med en CAGR om ca 26 % mellan åren 2019–2025, har drivits av en kombination av organisk expansion och selektiva förvärv, vilket gradvis har breddat Koncernens intäktbas.

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.

Intäktsfördelning

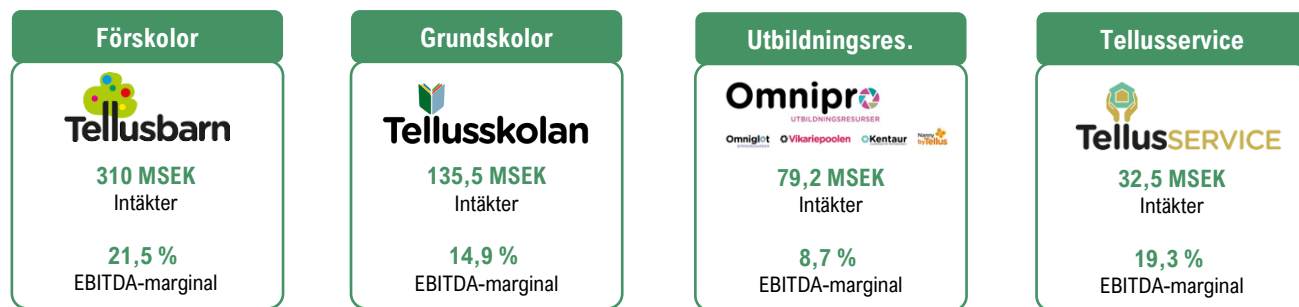


Q1-26

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

Tellusgruppens koncernstruktur och nyckeltal (LTM)

Tellusgruppen.



För- och grundskoleverksamheten

För- och grundskolan utgör merparten av intäktbasen, vilka under Q1-26 tillsammans representerade ca 79 % av Koncernens totala intäkter LTM. 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 affärskritiska 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 socioekonomiska 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.



28 förskolor

Fyra profiler

2 160 platser

Unika profiler medför konkurrens- fördelar

Grundskoleverksamheten bedrivs genom Telluskolan, som idag omfattar åtta skolor med ca 1 000 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. Under Q2-26 stärktes verksamheten ytterligare genom konsolideringen av Danderyds Enskilda skola AB, som tillför både en för- och en grundskola samt breddar närvaron i Stockholmsområdet med sammanlagt ca 200 barn och elever. 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 (Omnipro)

Segmentet Utbildningsresurser, organiserat under varumärket Omnipro, utgör ett viktigt tillväxtområde inom Tellusgruppen och omfattar idag fyra dotterbolag: Omniglot, Vikariepoolen, Kentaur samt Nanny by Tellus. Genom förvärven av Omniglot och Språkservice24 under åren 2022–2023 tog Koncernen klivet från att vara en renodlad skolaktör till en bredare utbildningskoncern. Dotterbolagen 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 100 språk, vilket möjliggör stöd till över 130 återkommande skolhuvudmän runt om i landet.

Under Q4-24 förvärvades Vikariepoolen, som konsoliderades under Q1-25, och som är inriktad på bemanning inom utbildningssektorn samt stärker Tellusgruppens geografiska täckning. Nanny by Tellus, som tidigare redovisades separat, erbjuder barnpassningstjänster och integrerades i Omnipro från år 2026.

Intäktsmodellen är huvudsakligen volymbaserad och bygger på fakturerade utbildningstimmar samt bemanningsuppdrag, vilket ger god kostnadskontroll och flexibilitet. På LTM-basis uppgick intäkterna till ca 79 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 7 MSEK, motsvarande ca 14 % av Koncernens totala intäkter och en EBITDA-marginal om 8,7 %. Marginalen har dock pressats successivt under senare år, drivet av Omniglots anslutning till kollektivavtal samt investeringar i personal och systemstöd i den centrala enheten som positionerar segmentet för fortsatt expansion. Därtill har konsolideringen av Vikariepoolen och Nanny by Tellus påverkat marginalprofilen negativt, då dessa bolag har en lägre lönsamhetsnivå än Omniglot. Genom extern försäljning av specialisttjänster breddas intäktbasen och Koncernens exponering mot skolegensfinansiering minskar, samtidigt som skalfördelar realiserar via gemensamma stödfunktioner.

Kentaur, Koncernens egenutvecklade AI-plattform, lanserades under Q2-26 och bedöms både medföra operativa effektiviseringar inom befintlig verksamhet samt utgöra en option för framtida extern kommersialisering mot andra skolhuvudmän.

Omnipro
UTBILDNINGRESURSER

> 260 lärare
> 100 språk
> 130 kunder

Omniglot SPRÅKRESURSER **Kentaur** Mänskliga och maskin för en bättre skola

Vikariepoolen

Nanny
byTellus

14,2 %
av intäkterna
LTM

6,9 MSEK
EBITDA-resultat
LTM

8,7 %
EBITDA-marginal
LTM

Måltids- och servicetjänster (Telluservice)

Verksamhetsområdet Telluservice omfattar dels måltidsproduktion via Tellusfood, dels transport- och vaktmästeritjänster för såväl interna som externa kunder. Tellusfood består av fem kök, varav fyra matlagningskök ligger i anslutning till Koncernens verksamheter och ett är fristående, och producerar totalt ca en miljon portioner årligen. Det fristående köket i Skarpnäck, som tillkom genom förvärvet av Matomsorg i Stockholm AB år 2024, mer än fördubblade segmentets produktionskapacitet och möjliggjorde därtill effektiviseringar genom att en större andel av transporter nu hanteras i egen regi, vilket skapar kostnadsfördelar jämfört med tidigare lösningar via externa leverantörer. Övriga fyra kök, belägna i anslutning till Koncernens verksamheter, har en lägre kapacitet och uppvisar fortsatt outnyttjat utrymme för volymtillväxt. På LTM-basis (Q1-26) representerade segmentet ca 6 % av Koncernens totala intäkter, där merparten utgörs av intern försäljning till Koncernens egna verksamheter. Givet den lediga kapaciteten i flertalet 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.

Kostnadsstruktur

Tellusgruppens primära kostnadspost utgörs av personalkostnader, vilket omfattar löner, sociala avgifter samt pensionsavsättningar för pedagogisk och administrativ personal, och har historiskt uppgått till ca 69–73 % av nettoomsättningen. Posten råvaror och förnödenheter, vilken primärt består av skolmåltider och hygienartiklar, har under motsvarande period uppgått till ca 5–8 % av omsättningen. Övriga externa kostnader, innefattande bl.a. lokalhyra och läromedel, har historiskt motsvarat ca 22–27 % av nettoomsättningen under K3-redovisning. Från och med övergången till IFRS-redovisning per 1 januari 2026 aktiveras leasingavtal i balansräkningen enligt IFRS 16, vilket innebär att lokalhyrorna inte längre redovisas som en löpande operativ kostnad utan istället fördelas på avskrivningar av nyttjanderättstillgångar samt leasingränta. Effekten är att övriga externa kostnader minskar väsentligt som andel av nettoomsättningen, samtidigt som avskrivningar och finansiella kostnader ökar. Effekten av IFRS-övergången är dock primärt redovisningsteknisk och innebär ingen förändring av Koncernens faktiska kostnadsbas.

En betydande del av kostnadsstrukturen utgörs av fasta poster, däribland lokalrelaterade kostnader 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 barn- och elevbas.



Outnyttjad
kapacitet
möjliggör fortsatt
tillväxt

Personal utgör
den primära
kostnadsposten

Överblick – 2025

Intäktsfördelning

% av totala intäkter



Kostnadsstruktur¹

% av nettoomsättning



Övrigt



¹Räkenskapsåret 2025 har omräknats till IFRS, som Tellusgruppen tillämpar från och med 1 januari 2026. Den primära effekten på kostnadsstrukturen utgörs av aktivering av leasingavtal enligt IFRS 16, vilket förskjuter kostnader från övriga externa kostnader till avskrivningar och finansiella kostnader.

Tydliga
säsongsmönster
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.

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.

Fragmenterad
marknad skapar
gynnsamma
förvärvs-
möjligheter

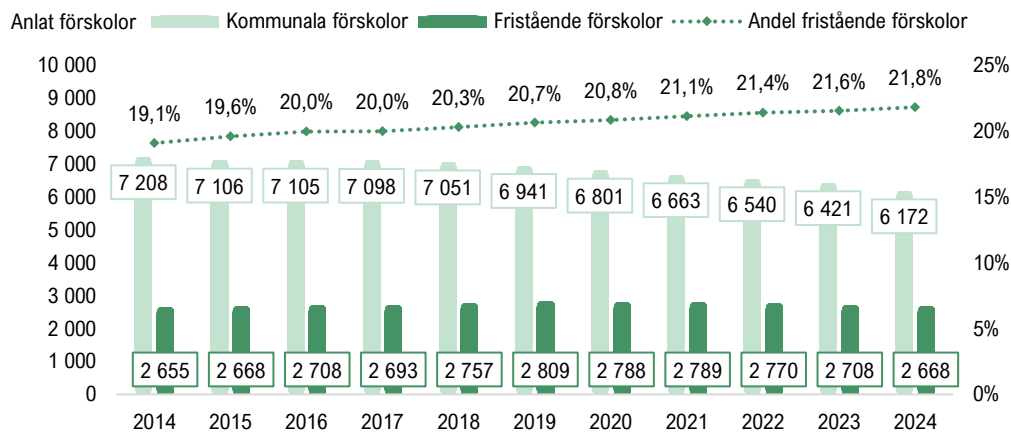
Friskolor har en etablerad position i Sverige

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 Avseende grundskoleverksamheten uppgick andelen fristående enheter till ca 16 % år 2024.² 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, Thorénggruppen, 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 THORENGGRUPPEN
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.

Politiska beslut
kan få en materiell
påverkan

Minskat barnafödande skapar långsiktiga möjligheter

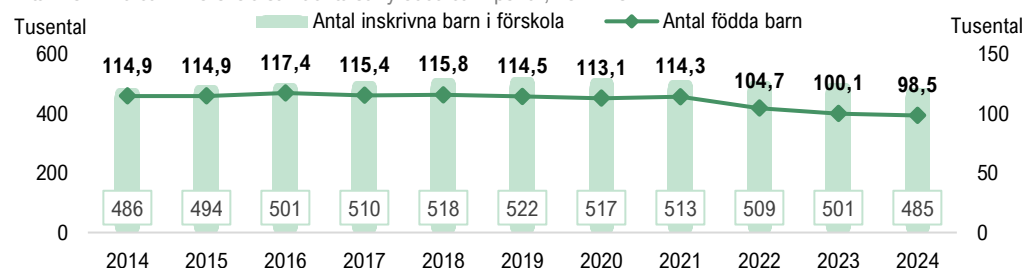
Från tidigt 2000-tal fram till år 2021 noterades en stadig tillväxt i den svenska barnafödelsen, men de senaste åren har den demografiska spelplanen förändrats, då ett tydligt trendskitte skett avseende antalet födda barn i Sverige. Enligt statistik från SCB förväntas antalet barn i åldrarna 6-15 år 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 beläggningsgrad 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.

Minskade barnkullar
medför långsiktiga
konsoliderings-
möjligheter

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

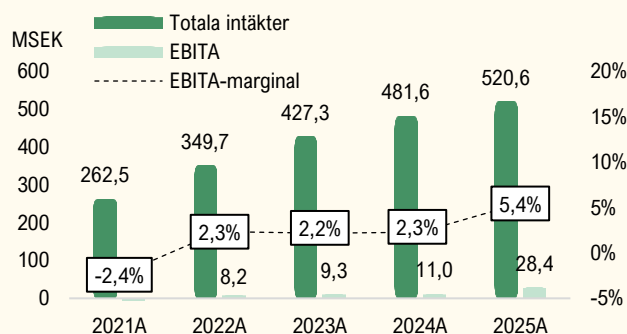
26 %
Intäkts-CAGR
2019-2025

Finansiell historik

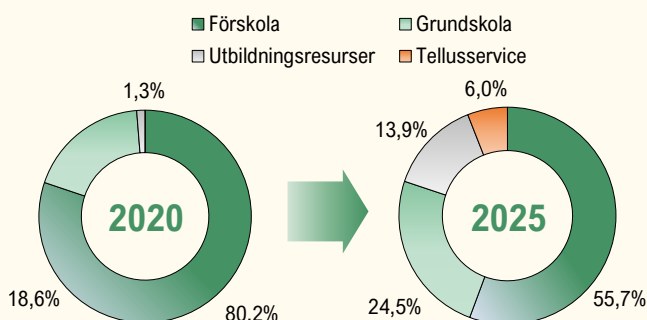
Mellan åren 2019-2025 har Tellusgruppen uppvisat en stark tillväxt, med en CAGR om ca 26 %, vilket kan tillskrivas såväl organisk som förvärvad tillväxt. Den organiska tillväxten har i snitt uppgått till ca 12 % under ovan nämnda period och har bl.a. drivits av etableringen av 13 nya enheter mellan åren 2019-2023, primärt förskolor, med sammanlagt 1 140 utbildningsplatser. Denna intensiva etableringsfas har bidragit till en breddad verksamhet, och efter konsolideringen av Danderyds Enskilda skola under Q2-26 är Koncernen huvudman för 28 förskolor och åtta grundskolor, samtidigt som Koncernen tillhandahåller utbildningsresurser via Omnipro och måltids- och servicetjänster via Telluservice. I dagsläget uppgår det totala antalet utbildningsplatser inom förskolesegmentet till strax under 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, vilket adderade tillförlitlig vikarieförmedling till tjänsteportföljen. Från och med år 2026 har segmentet vidare konsoliderats under varumärket Omnipro, som även inkluderar AI-plattformen Kentaur samt barnpassningsverksamheten Nanny by Tellus, vilken tidigare redovisades separat. Den förvärvsdrivna expansionen har resulterat i en gradvis bredare intäktsbas, vilket illustreras av att förskolesegmentet, som år 2020 utgjorde ca 80 % av Koncernens totala intäkter, under Q1-26 (LTM) representerade ca 55 %. På LTM-basis representerar grundskoleverksamheten ca 24 % av intäkterna, följt av Omnipro (14 %) och Telluservice (6 %). Nedan illustreras lönsamhetsutvecklingen mellan åren 2021-2025, där EBITA-resultatet redovisas konsekvent enligt K3 för jämförbarhet (IFRS-övergång per 1 januari 2026).

Intäkter & lönsamhet



Segmentfördelning



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 beläggningsgrad 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 beläggningsgraden inom förskolor stärkts avsevärt, från ca 70 % till ca 79 % vid utgången av Q1-26 (LTM).

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 merparten av Koncernens intäkter, har dessa faktorer haft en betydande påverkan på EBITA-marginalen, som under perioden 2021–2025 fluktuerat mellan -2,4 % och 5,4 % enligt K3-redovisning. De tidigare nyetableringarna har dock börjat bära frukt, vilket återspeglas i den stigande beläggningsgraden och den förbättrade lönsamheten inom såväl förskole- som grundskoleverksamheten.

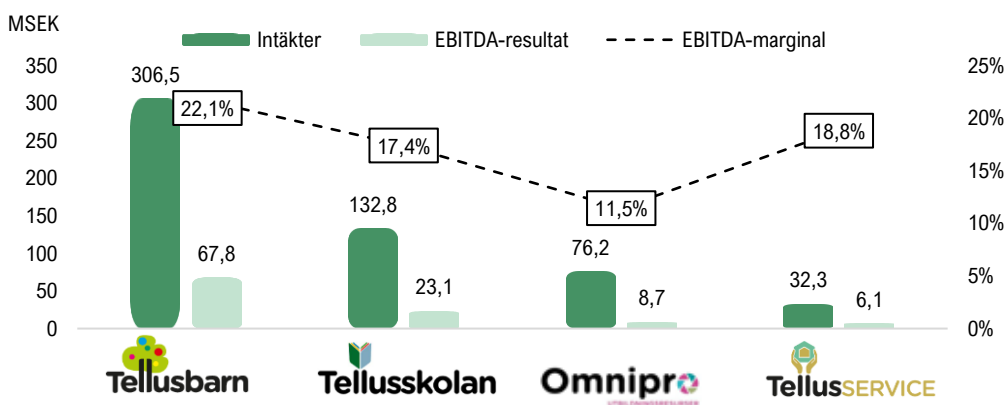
Lönsamhet per segment

Övergången till IFRS-redovisning från och med år 2026 har påverkat segmentens lönsamhetsprofil avsevärt på EBITDA-nivå, då lokalhyror inte längre redovisas som operativ kostnad utan aktiveras som nyttjanderättstillgångar och leasingavgifter. Effekten är som störst inom lokalintensiva verksamheter, vilket återspeglas i att för- och grundskola under IFRS uppvisar EBITDA-marginaler om 22,1 % respektive 17,4 % 2025 (K3: 8,7 % respektive 8,1 %). Segmentsmarginalerna påverkas därtill från 2026 av en omstrukturerad modell för fördelning av centrala kostnader (management fee), vilken framförallt belastar förskola och grundskola, Koncernens totala lönsamhet är dock oförändrad. Marginalerna är därmed inte direkt jämförbara med K3-historiken eller med peers som fortsatt tillämpar K3. Affärssegmentet Omnipro, som tidigare uppvisade högst marginal inom Koncernen enligt K3-redovisning, redovisar en EBITDA-marginal om 11,5 % 2025. Att segmentet nu visar lägst nominell marginal förklaras primärt av dess lägre lokalintensitet, vilket innebär att IFRS 16-effekten är begränsad. Den underliggande lönsamhetsprofilen är fortsatt strukturellt attraktiv, dock pressad av tidigare nämnda faktorer såsom Omniglots anslutning till kollektivavtal samt konsolideringen av Vikariepoolen och Nanny by Tellus. Telluservice uppvisade en EBITDA-marginal om 18,8 % 2025, drivet av god kostnadskontroll och effektiv resursanvändning inom köksverksamheten.

Övergång från
K3 till IFRS per
1 jan 2026

Lönsamhet per segment

2025A (IFRS)



Lönsamhetsprofilen skiljer sig även strukturellt mellan förskole- och grundskoleverksamheten, vilket bottnar i marknadsdynamik. Förskola kännetecknas i regel av lägre inträdesbarriärer, mindre kapitalbindning och högre konkurrensintensitet, 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. Att Tellusgruppens förskoleverksamhet trots de strukturellt utmanande förutsättningarna uppvisar Koncernens högsta EBITDA-marginal bedöms vara ett kvitto på den realiserade skalbarheten i den enhetsstruktur som byggts upp under den intensiva expansionsfasen 2019–2023. Med en intäktsbas om ca 310 MSEK LTM och en beläggningsgrad om ca 79 % (Q1-26), har Tellusbarn nått en kritisk volym där centrala stödfunktioner kan fördelas över en bred barnbas, vilket ger en betydande operativ hävstång.

Ökad volym medför
tydliga skalfördelar



6,1 % CAGR
2026-2027E

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 avmattning.



8,8 % CAGR
2026-2027E

Inom förskoleverksamheten estimerar Analyst Group att beläggningsgraden successivt når ca 82 % år 2027. I kombination med en justerad skolpeng förväntas detta generera en omsättning om ca 345 MSEK, motsvarande en CAGR om ca 6,1 % under perioden 2026–2027. Avseende grundskoleverksamheten estimeras en beläggningsgrad om ca 84 % år 2027. Detta motsvarar en estimerad intäkts-CAGR om 8,8 % under prognosperioden, vilket förväntas resultera i en omsättning om ca 157 MSEK år 2027. Inom ovan nämnda segment har hänsyn tagits till förvärvet av Danderyds Enskilda skola AB, vilket förväntas tillföra en årlig omsättning om ca 30 MSEK från och med mitten av Q2-26, fördelat på både för- och grundskola.

Omsättningsprognos: Utbildningsresurser (Omnipro)



12,0 % CAGR
2026-2027E

Segmentet Omnipro, som omfattar Omniglot (inklusive det konsoliderade dotterbolaget Språkservice24), Vikariepoolen, Kentaur samt Nanny by Tellus, levererar tjänster inom modersmålsundervisning, studiehandledning, bemanning och barnpassning till kommunala och fristående skolhuvudmän samt privata kunder. Intäktsdrivarna inom segmentet bedöms utgöras av flera parallella faktorer, däribland ökade regulatoriska krav på modersmåls lärare, skolors växande behov av temporär personalförsörjning samt en fortsatt hög andel nyanlända elever i behov av språkstöd. På en strukturell nivå bedöms segmentet gynnas av långsiktiga trender såsom migration, språklig diversifiering och kompetensbrist inom skolsektorn, faktorer som förväntas skapa en stark efterfrågan och låg konjunkturkänslighet. Utsikterna för korsförsäljning mellan Vikariepoolen och övriga enheter bedöms därutöver som goda, då Tellusgruppen genom en bredare tjänstestportfölj kan erbjuda mervärde till respektive dotterbolags befintliga kundbas.

Inom segmentet utgör Kentaur ett strategiskt initiativ med fokus på AI-baserade lösningar för utbildningssektorn. Analyst Group ser plattformen i initialt skede primärt som ett verktyg för intern effektivisering, där en gradvis uttullning inom Koncernens befintliga verksamheter bedöms kunna bidra till sänkta operativa kostnader. Innan plattformens funktion och skalbarhet är bekräftad för intern drift bedöms det vara för tidigt att inkludera extern kommersialisering i prognoserna, varför det i nuläget betraktas som en optionaltitet.

Analyst Group bedömer att Omnipro är det segment inom Tellusgruppen med starkast tillväxtutsikter under kommande år. I takt med att tjänsteutbudet breddas och intäkten per utbildningstimme stärks, i kombination med att Vikariepoolen vinner fler upphandlingar, estimeras segmentet växa med en CAGR om ca 12 % under prognosperioden 2026–2027, för att nå en omsättning om ca 96 MSEK år 2027.

Omsättningsprognos: Telluservice



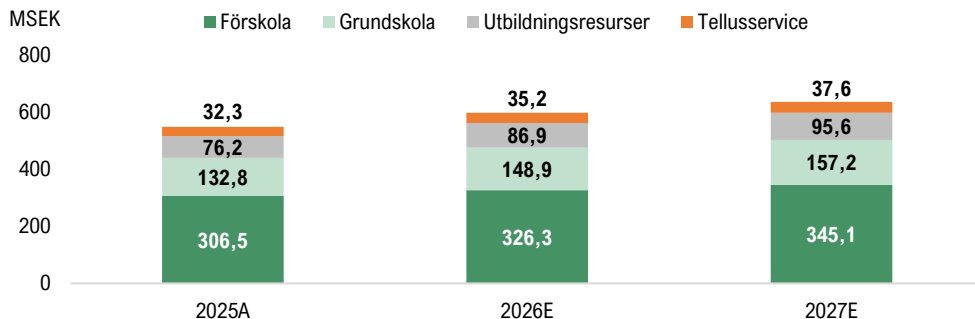
7,8 % CAGR
2026-2027E

Analyst Group bedömer att segmentet Telluservice, som omfattar måltidsproduktion via Tellusfood samt transport- och vaktmästertjänster, har solida tillväxtutsikter framgent, primärt till följd av ett fortsatt outnyttjat kapacitetsutrymme i flertalet av Koncernens tillagningskök. Det fristående köket i Skarpnäck, förvärvat år 2024, utgör den största produktionsenheten med en maxkapacitet om ca 2 500 portioner per dag, medan övriga kök som ligger i anslutning till Koncernens egna verksamheter har en lägre kapacitet och uppvisar fortsatt outnyttjat utrymme för volymtillväxt. Detta innebär att en gradvis volymökning kan ske inom befintlig kapacitet, utan behov av större nyinvesteringar. Vid utgången av Q1-26 uppgick andelen externa intäkter LTM till ca 17 % av segmentets omsättning. Detta bedöms understryka den underliggande tillväxtpotentialen i takt med att den lediga kapaciteten omvandlas till intäkter mot externa kunder såsom andra skolhuvudmän och kommuner, framförallt under tidsperioder då Koncernens ordinarie produktion inte pågår. I takt med att produktionen vid befintliga anläggningar skalas upp och kapacitetsutnyttjandet successivt ökar, estimeras segmentets intäkter växa till ca 37,6 MSEK år 2027. Huvuddelen av den inkrementella tillväxten förväntas drivas av extern försäljning, då den interna efterfrågan inom Koncernen redan till största del bedöms vara tillgodosedd.

Det bör noteras att Tellusgruppens segmentsredovisning presenteras före koncernjusteringar, vilket innebär att segmentens samlade intäkter överstiger Koncernens totala rapporterade intäkter. Skillnaden förklaras primärt av att interna intäkter, främst management fees från dotterbolag, elimineras vid koncernkonsolidering. Analyst Group estimerar att koncernjusteringen motsvarar ca 6 % av segmentens samlade intäkter under prognosperioden, vilket är något högre än historisk nivå till följd av den omstrukturerade management fee-modellen från år 2026.

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

Estimerade intäkter per segment, 2025A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Kostnadsprognos

Efter flera år av strategiska satsningar på nyetableringar och kapacitetsuppbyggnad bedömer Analyst Group att år 2025 utgör en mer representativ bild av Tellusgruppens underliggande lönsamhetsnivå, där en kombination av tillväxt och ökad beläggningsgrad, särskilt inom förskoleverksamheten, har lett till att intäkterna skalat med relativt begränsade marginalkostnader. Parallellt har arbetet med att samlokalisera för- och grundskoleverksamheten lett till förbättrat resursutnyttjande och effektivitet på enhetsnivå.

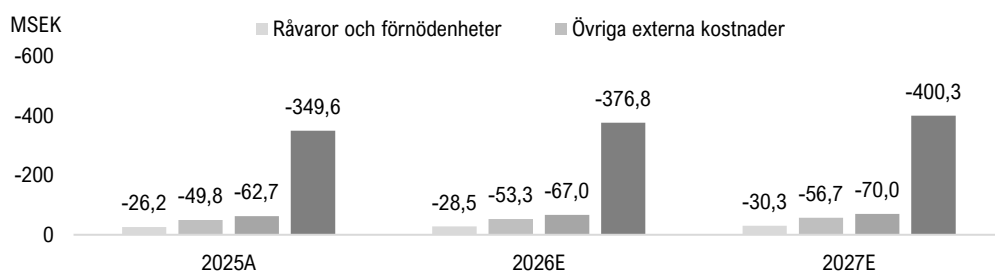
Övergången till IFRS-redovisning från och med 1 januari 2026 medför vidare en omklassificering av lokalhyror, som inte längre redovisas som operativ kostnad utan istället aktiveras som nyttjanderättstillgångar och fördelas på avskrivningar samt leasingränta. Effekten är att övriga externa kostnader minskar väsentligt som andel av nettoomsättningen jämfört med tidigare K3-redovisning, samtidigt som avskrivningarna och räntekostnaderna ökar. Den underliggande kostnadsbasen påverkas dock inte i sak, då aktiveringen utgör en redovisningsteknisk omklassificering snarare än en operativ förändring.

Sammantaget estimeras personalkostnaderna uppgå till ca 71-72 % av nettoomsättningen under prognosperioden, medan övriga externa kostnader bedöms uppgå till ca 10 % under IFRS-redovisningen. Kostnader för råvaror och förnödenheter bedöms ligga i linje med år 2025 och uppgå till ca 5,4 % av omsättningen. Den primära lönsamhetsdrivaren bedöms vara en gradvis ökad beläggningsgrad, där varje ytterligare barn eller elev genererar relativt begränsade merkostnader. Detta möjliggör ett effektivare kapacitetsutnyttjande, där fasta kostnader kan fördelas över en bredare barn- och elevbas. Mot denna bakgrund estimerar Analyst Group en successivt förbättrad EBIT-marginal, som prognostiseras stärkas från 6,2 % år 2025 till ca 6,4 % år 2026, följt av 6,7 % år 2027.

6,7 %
EBIT-marginal
2027E

Begränsade merkostnader vid volymtillväxt stödjer marginalexpansionen.

Estimerade rörelsekostnader, 2025A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Sammanfattning av finansiell prognos (2026 – 2027E)

7,1 % CAGR
2026-2027E

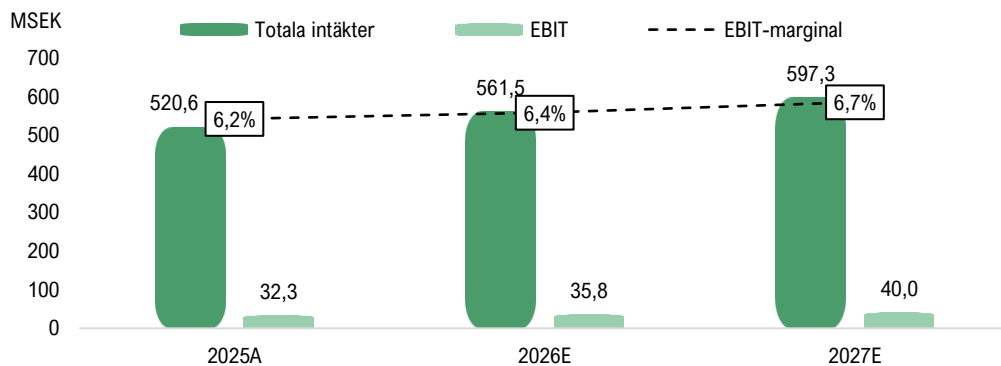
Analyst Group estimerar att Tellusgruppens totala intäkter år 2026 uppgår till ca 562 MSEK, motsvarande en tillväxt om 7,9 % jämfört med år 2025. Tillväxten förväntas dels drivas av expansion inom för- och grundskoleverksamheten, där förbättrad beläggningsgrad, uppreviderad skolpeng samt konsolideringen av Danderyds Enskilda skola AB från och med maj 2026 utgör centrala drivkrafter. Vidare förväntas segmentet Omnipro utgöra en stark tillväxtmotor, där fler utbildningstimmar inom Omniglot samt vunna upphandlingar inom Vikariepoolen förväntas bidra till tillväxten. Mellan åren 2026–2027 estimeras Koncernens totala intäkter växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 7,1 %, för att uppgå till ca 597 MSEK vid prognosperiodens slut.

40 MSEK
EBIT-resultat
2027E

Parallellt förväntas en gradvis stigande beläggningsgrad inom för- och grundskoleverksamheten bidra till ett successivt förbättrat kapacitetsutnyttjande, där varje tillkommande barn eller elev bedöms generera intäkter med begränsad merkostnad givet den i huvudsak fasta lokal- och bemanningsstrukturen per enhet. På koncernnivå bidrar därtill att de centrala stödfunktionerna fördelas över en bredare intäktbas i takt med organisk volymtillväxt och förvärvsdriven expansion. Övergången till IFRS från och med 1 januari 2026 medför därtill att obligatoriska goodwillavskrivningar elimineras och att lokalhyror omklassificeras till avskrivningar och leasingränta, vilket primärt påverkar resultatposternas struktur snarare än den underliggande operativa lönsamhetsutvecklingen. Sammantaget estimerar Analyst Group att Koncernens EBIT-marginalen stärks från 6,2 % år 2025 till ca 6,4 % år 2026 och 6,7 % år 2027, motsvarande en ökning av EBIT-resultatet från ca 32,3 MSEK år 2025 till ca 40 MSEK vid prognosperiodens slut.

Ökad beläggningsgrad och materialiserade skalfördelar estimeras leda till en marginalexpansion.

Estimerade intäkter, EBIT och EBIT-marginal, 2025A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Förvärv utgör en option

Nd/EBITDA om
0,9x LTM skapar
utrymme för
ytterligare förvärv

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 0,9x LTM, bedöms den finansiella positionen ge utrymme för ytterligare strategiska förvärv. Eventuella tillkommande skolenheter bör dock betraktas som en extra option avseende gjorda prognoser.

Värdering: Relativvärdering

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse mellan Tellusgruppen och en peer-grupp bestående av de svenska friskolkoncernerna Cedergrenska och AcadeMedia, 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, likt friskolekoncernerna, exponerade mot politisk och regulatorisk risk, vilket ger ytterligare nyans till värderingarna. Likväl utgör friskolekoncernerna de primära jämförelsebolagen, då dessa delar Tellusgruppens affärsmodell och regulatoriska exponering, medan omsorgskoncernerna bidrar med kompletterande perspektiv på sektorvärderingen.

Redovisningstekniska skillnader påverkar jämförbarheten

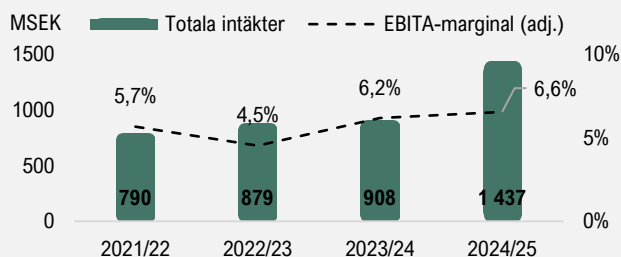
En central aspekt vid peer-jämförelsen är att bolagen tillämpar olika redovisningsstandarder. Cedergrenska redovisar enligt K3, samtidigt som AcadeMedia, Humana, Attendo och Ambea tillämpar IFRS. Tellusgruppen, som övergick från K3 till IFRS den 1 januari 2026, redovisar därmed numera i linje med merparten av peer-gruppen. Samtliga peers rapporterar dock ett standardiserat lönsamhetsmått, "Justerad EBITA exkl. IFRS 16", vilket neutraliserar effekterna av såväl IFRS 16-leasingaktivering som goodwill- och förvävsrelaterade avskrivningar, och möjliggör direkt jämförelse oavsett underliggande redovisningsstandard. Tellusgruppen rapporterar inte motsvarande mått, utan kommunicerar primärt EBIT-resultatet under IFRS. För att möjliggöra en konsistent peer-jämförelse har vi därför härlett Tellusgruppens motsvarande EBITA-resultat.

Strukturella skillnader motiverar värderingsrabatt

Beträffande friskolekoncernerna särskiljer sig Cedergrenska och AcadeMedia 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.

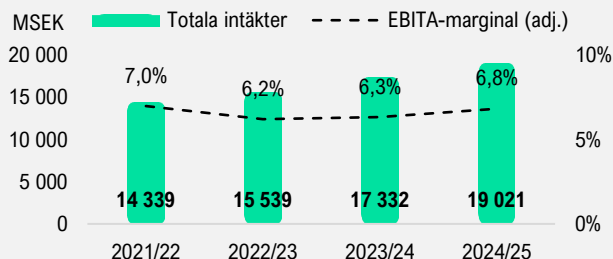
CEDERGRENSKA

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 Q2-25/26 till ca 10 544.



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 780 enheter med omkring 17 000 anställda.



Gymnasiesegmentet kännetecknas av en högre marginalprofil drivet av stordriftsfördelar, högre elevautonomi och lägre bemanningsintensitet, samtidigt som elevrelationerna är kortare, vilket innebär att elevstocken förnyas oftare och skapar en naturlig riskpremie i prissättningen samt högre krav på lönsamhet. Grundskoleverksamheten uppvisar i regel högre lönsamhet än förskolan, men kräver 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 resulterar i strukturellt lägre marginalnivåer. Den höga förskoleexponeringen förklarar därmed i stor utsträckning Tellusgruppens lägre marginalprofil relativt Cedergrenska och AcadeMedia, vilket i kombination med koncernens mindre storlek i termer av börsvärde och operationell skala motiverar en viss värderingsrabatt.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Nyckeltal	Friskolekoncerner		Omsorgskoncerner			Genomsnitt	Median	Tellusgruppen
	Cedergrenska	AcadeMedia	Humana	Attendo	Ambea			
Marknadsvärde	514,0	9 989,3	2 552,4	16 208,2	12 346,1	8 322,0	9 989,3	122,2
Enterprise Value (EV)	595,1	11 485,3	3 887,4	17 980,2	14 787,1	9 747,0	11 485,3	146,5
Omsättningstillväxt Y-Y	52,5%	5,7%	-4,5%	-2,2%	15,7%	13,4%	5,7%	7,1%
EBITA-tillväxt Y-Y	75,3%	16,4%	-9,9%	32,4%	13,2%	25,5%	16,4%	61,8%
EBITA-marginal LTM	8,2%	7,3%	3,8%	7,2%	7,8%	6,8%	7,3%	5,4%
FCF-marginal LTM	3,4%	7,3%	2,1%	6,4%	12,0%	6,2%	6,4%	4,1%
Nd/EBITDA LTM	0,6x	0,9x	2,8x	1,1x	2,5x	1,6x	1,1x	0,9x
EV/S LTM	0,4x	0,6x	0,4x	1,0x	0,9x	0,6x	0,6x	0,3x
EV/EBITDA LTM	4,3x	5,9x	7,7x	14,0x	11,7x	8,7x	7,7x	4,0x
EV/EBITA LTM	4,8x	8,0x	10,2x	13,3x	11,5x	9,5x	10,2x	5,1x
EV/FCF LTM	11,8x	8,0x	18,9x	14,8x	7,4x	12,2x	11,8x	6,7x

Nuvarande värderingsrabatt bedöms omotiverat hög

Analyst Group anser att Tellusgruppen förtjänar en värderingsrabatt gentemot peer-gruppen, primärt drivet av högre exponering mot förskolesegmentet, en lägre strukturell marginalnivå samt mindre operativ skala. Samtidigt uppvisar den underliggande affärsmodellen, med stabila och skattefinansierade intäktsströmmar samt låg konjunkturkänslighet, defensiva egenskaper som delvis motverkar de operativa skillnaderna. Därtill bidrar en växande exponering mot tillväxtbenet Utbildningsresurser, där Omnipro utgör ett snabbväxande område med lägre politisk exponering, till att gradvis reducera den fundamentala motiveringen för rabatten.

Jämförelsen mot omsorgsaktörerna Humana, Attendo och Ambea ger ytterligare nyans till värderingen. Likheterna består primärt av offentlig finansiering, stabila intäktsflöden och en personalintensiv kostnadsstruktur, vilket ger en gemensam värderingslogik byggd på låg cyklicitet. Skillnaderna i regleringsgrad och kapitalkrav, samt utbildningssektorns mer polariserade politiska sentiment, motiverar dock en rabatt även gentemot omsorgskoncernerna, vilka därtill handlas med en strukturell likviditetspremie givet sin större storlek.

Den nuvarande värderingsrabatten gentemot peers framstår dock som omotiverat hög. Tellusgruppen handlas till EV/EBITA 4,6x LTM och EV/FCF 6,0x LTM, att jämföra med friskolepeers AcadeMedia och Cedergrenska (snitt 6,4x respektive 9,9x) samt omsorgskoncernerna (snitt 11,6x respektive 13,7x). Differensen är betydande och bedöms inte fullt ut återspegla Tellusgruppens diversifierade intäktsbas, där segmentet Omnipro på sikt förväntas minska Koncernens exponering mot skolpengfinansiering ytterligare. Koncernens mindre storlek bedöms därtill inte nödvändigtvis utgöra en strukturell nackdel, då den möjliggör selektiva förvärv av mindre enheter som större aktörer såsom AcadeMedia väljer bort av storleksskal, en outnyttjad konsolideringsoption som dagens multipel inte synes prissätta.

Värdering: Sammanfattning

Analyst Groups värdering härleds från Tellusgruppens estimerade EBIT-resultat år 2026 under IFRS, då detta utgör det lönsamhetsmått Koncernen själv kommunicerar. Eftersom peer-gruppen konsekvent rapporterar Justerad EBITA exkl. IFRS 16 uppstår dock en mindre redovisningsteknisk skillnad mellan måtten, då leasingröntan under IFRS klassificeras som finansiell kostnad snarare än operativ, effekten på EBIT-nivå bedöms dock vara av begränsad storleksordning. För att neutralisera denna redovisningseffekt samt beakta operativa skillnader gentemot peers, däribland mindre börsvärde och högre förskoleexponering, applicerar Analyst Group en EV/EBIT-multipel om 6,0x på Koncernens estimerade EBIT-resultat om ca 36 MSEK 2026. Den tillämpade multipeln motsvarar en rabatt om ca 6 % mot friskolesnittet om 6,4x EV/EBITA, vilket både mitigerar den redovisningstekniska skillnaden mellan måtten och speglar Tellusgruppens mindre operativa skala samt strukturellt lägre marginalprofil relativt peers. Med en antagen diskonteringsränta om 12,1 % och med hänsyn till kapitalstrukturen härleds ett motiverat marknadsvärde om 174 MSEK, motsvarande 9,8 kr per aktie i ett Base scenario.

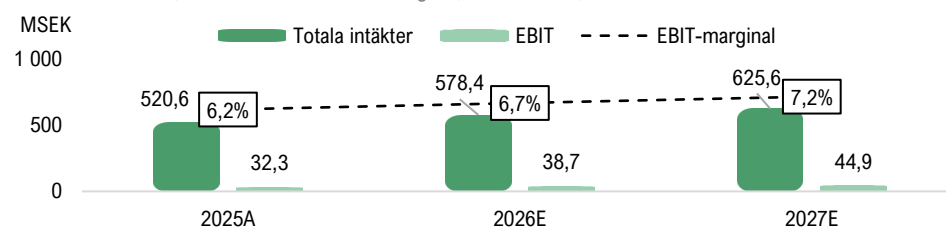
9,8 kr
värde per aktie
Base scenario

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 profiltbud 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 modersmåls lärare, 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. En applicerad målmultipl om EV/EBIT 7,0x appliceras på 2026 års prognostiserade EBIT-resultat om ca 38,7 MSEK. Tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 12,1 % och med hänsyn till kapitalstrukturen erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 228 MSEK, motsvarande 12,8 kr per aktie i ett Bull scenario.

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

Estimerade intäkter, EBIT-resultat och EBIT-marginal, Bull scenario, 2025A – 2027E



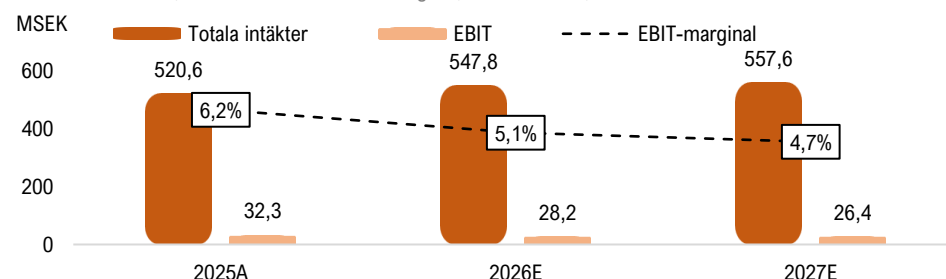
Källa: Analyst Groups prognoser

Bear scenario

Tellusgruppen estimeras i ett Bear scenario möta utmanande marknadsförhållanden, vilket förväntas pressa EBIT-marginalen från 6,2 % år 2025 till 4,7 % år 2027, trots konsolideringen av Danderyds Enskilda skola AB från Q2-26. För- och grundskolesegmentet bedöms möta en dämpad beläggningsutveckling till följd av strukturellt vikande barnkullar och ökad konkurrens från kommunala och privata aktörer, samtidigt som förändrade politiska förutsättningar, såsom sänkt skolpeng och skärpta kvalitetskrav, pressar lönsamheten ytterligare. Inom Utbildningsresurser förväntas tillväxten understiga Base scenariot, drivet av en mer dämpad efterfrågan på modersmålsundervisning och vikarietjänster samt högre kundanskaffningskostnader, vilket motverkar segmentets bidrag till den samlade marginalutvecklingen. Parallellt antas uttrullningen av den AI-baserade plattformen Kentaur kräva betydande utvecklingskostnader, vilket hämmar potentiella kostnadsbesparingar. I kombination med en hög fast kostnadsstruktur uteblir de fulla skaleffekterna, vilket resulterar i en svagare marginalutveckling på koncernnivå. Därtill förväntas ett försämrat marknadssentiment för friskolesektorn, drivet av politisk osäkerhet inför kommande riksdagsval och farhågor om regelförändringar i skolpengssystemets konstruktion, resultera i en lägre värderingsmultipl. Med en applicerad målmultipl om EV/EBIT 4,5x, applicerad på 2026 års prognostiserade EBIT-resultat om ca 28 MSEK, tillsammans med en antagen diskonteringsränta om 12,1 % och med hänsyn till kapitalstrukturen, erhålls ett potentiellt nuvärdesberäknat marknadsvärde om 94 MSEK, motsvarande 5,3 kr per aktie i ett Bear scenario.

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

Estimerade intäkter, EBIT-resultat och EBIT-marginal, Bear scenario, 2025A – 2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Bull Scenario

Estimerad EBIT 2026

38,7 MSEK

Applicerad EV/EBIT-multipl

7,0x

Motiverat nuvärde per aktie

12,8 kr

Bear Scenario

Estimerad EBIT 2026

28,2 MSEK

Applicerad EV/EBIT-multipl

4,5x

Motiverat nuvärde per aktie

5,3 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: 10 456 931 aktier genom Bina Holding AB, samt 125 254 aktier privat.



Narges Moshiri, Kvalitets- och operativ chef

Narges är medgrundare av Tellusgruppen och verkar idag som kvalitets- och operativ chef. Hon har en förskollärautbildning 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: 10 456 931 aktier 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: 30 000 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: 16 501 aktier.

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: 5 000 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.

Oskar Söderström, Affärsområdeschef OmniPro



Oskar är affärsområdeschef för OmniPro sedan år 2026. Han har studerat ekonomi och affärsutveckling inom ramen för Executive Foundation vid Lunds universitet och har en bred bakgrund som entreprenör och affärsutvecklare. Oskar har tidigare verkat som koncernchef och VD för Goobit Group samt som Commercial Director på Katalysen Ventures, och har därtill grundat och medgrundat flera bolag. Han är även ambassadör för Warp Institute.

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 Klaatu 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: 99 700 aktier.



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: 11 825 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: 27 778 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.



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, Gavalid Holdings, Upgrade Invest Nordic AB, XLNT Group AB, Hamax Holding AB och Cazzosa Capital.

Innehav: 3 750 aktier.

Base scenario (MSEK) ¹	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
Redovisningsstandard	K3	K3	K3	K3	IFRS	IFRS	IFRS
Nettoomsättning	244,5	323,3	399,3	450,9	489,0	527,8	561,5
Övriga rörelseintäkter	17,9	26,4	28,0	30,7	31,6	33,7	35,8
Totala intäkter	262,5	349,7	427,3	481,6	520,6	561,5	597,3
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-17,9	-27,3	-31,7	-32,7	-26,2	-28,5	-30,3
Övriga externa kostnader	-66,3	-83,6	-98,3	-107,4	-49,8	-53,3	-56,7
Personalkostnader	-176,1	-226,1	-284,1	-327,9	-349,6	-376,8	-400,3
EBITDA	2,2	12,7	13,2	13,6	95,0	102,8	110,0
EBITDA-marginal	0,8%	3,6%	3,1%	2,8%	18,2%	18,3%	18,4%
Avskrivningar	-7,5	-15,8	-24,7	-26,7	-62,7	-67,0	-70,0
EBIT	-5,2	-3,1	-11,5	-13,1	32,3	35,8	40,0
EBIT-marginal	-2,0%	-0,9%	-2,7%	-2,7%	6,2%	6,4%	6,7%
Ränteutgifter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-1,0	-2,3	-4,5	-6,0	-19,6	-20,5	-21,0
Koncernbidrag	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,4	-5,4	-16,0	-19,1	12,6	15,3	19,0
Skatt	-0,4	-1,0	-1,0	-0,7	-0,9	-3,2	-3,9
Nettoresultat	-6,8	-6,4	-17,0	-19,8	11,8	12,2	15,1
Nettomarginal	-2,6%	-1,8%	-4,0%	-4,1%	2,3%	2,2%	2,5%
<i>Utestående aktier (miljoner)</i>	<i>12,5</i>	<i>14,0</i>	<i>14,3</i>	<i>16,0</i>	<i>17,8</i>	<i>17,8</i>	<i>17,8</i>
<i>Vinst per aktie (VPA)</i>	<i>-0,54</i>	<i>-0,46</i>	<i>-1,19</i>	<i>-1,24</i>	<i>0,66</i>	<i>0,69</i>	<i>0,85</i>

¹Historiska räkenskaper 2021–2024 redovisas enligt K3, medan räkenskapsåret 2025 har omräknats till IFRS i samband med Tellusgruppens övergång den 1 januari 2026. Övergången innebär främst att leasingavtal aktiveras i balansräkningen samt att goodwillavskrivningar elimineras, vilket gör att EBITDA och EBIT inte är direkt jämförbara över brytpunkten 2024/2025.

Bull scenario (MSEK) ¹	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
Redovisningsstandard	K3	K3	K3	K3	IFRS	IFRS	IFRS
Nettoomsättning	244,5	323,3	399,3	450,9	489,0	543,7	588,1
Övriga rörelseintäkter	17,9	26,4	28,0	30,7	31,6	34,7	37,5
Totala intäkter	262,5	349,7	427,3	481,6	520,6	578,4	625,6
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-17,9	-27,3	-31,7	-32,7	-26,2	-29,4	-31,8
Övriga externa kostnader	-66,3	-83,6	-98,3	-107,4	-49,8	-54,9	-59,1
Personalkostnader	-176,1	-226,1	-284,1	-327,9	-349,6	-388,4	-419,9
EBITDA	2,2	12,7	13,2	13,6	95,0	105,7	114,9
EBITDA-marginal	0,8%	3,6%	3,1%	2,8%	18,2%	18,3%	18,4%
Avskrivningar	-7,5	-15,8	-24,7	-26,7	-62,7	-67,0	-70,0
EBIT	-5,2	-3,1	-11,5	-13,1	32,3	38,7	44,9
EBIT-marginal	-2,0%	-0,9%	-2,7%	-2,7%	6,2%	6,7%	7,2%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-1,0	-2,3	-4,5	-6,0	-19,6	-20,5	-21,0
Koncernbidrag	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,4	-5,4	-16,0	-19,1	12,6	18,2	23,9
Skatt	-0,4	-1,0	-1,0	-0,7	-0,9	-3,8	-4,9
Nettoresultat	-6,8	-6,4	-17,0	-19,8	11,8	14,5	19,0
Nettomarginal	-2,6%	-1,8%	-4,0%	-4,1%	2,3%	2,5%	3,0%
<i>Utestående aktier (miljoner)</i>	<i>12,5</i>	<i>14,0</i>	<i>14,3</i>	<i>16,0</i>	<i>17,8</i>	<i>17,8</i>	<i>17,8</i>
<i>Vinst per aktie (VPA)</i>	<i>-0,54</i>	<i>-0,46</i>	<i>-1,19</i>	<i>-1,24</i>	<i>0,66</i>	<i>0,81</i>	<i>1,07</i>
Bear scenario (MSEK) ¹	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
Redovisningsstandard	K3	K3	K3	K3	IFRS	IFRS	IFRS
Nettoomsättning	244,5	323,3	399,3	450,9	489,0	515,0	524,2
Övriga rörelseintäkter	17,9	26,4	28,0	30,7	31,6	32,9	33,5
Totala intäkter	262,5	349,7	427,3	481,6	520,6	547,8	557,6
Rörelsens kostnader							
Råvaror och förnödenheter	-17,9	-27,3	-31,7	-32,7	-26,2	-28,3	-29,4
Övriga externa kostnader	-66,3	-83,6	-98,3	-107,4	-49,8	-55,1	-56,1
Personalkostnader	-176,1	-226,1	-284,1	-327,9	-349,6	-369,2	-375,8
EBITDA	2,2	12,7	13,2	13,6	95,0	95,2	96,4
EBITDA-marginal	0,8%	3,6%	3,1%	2,8%	18,2%	17,4%	17,3%
Avskrivningar	-7,5	-15,8	-24,7	-26,7	-62,7	-67,0	-70,0
EBIT	-5,2	-3,1	-11,5	-13,1	32,3	28,2	26,4
EBIT-marginal	-2,0%	-0,9%	-2,7%	-2,7%	6,2%	5,1%	4,7%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-1,0	-2,3	-4,5	-6,0	-19,6	-20,5	-21,0
Koncernbidrag	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-6,4	-5,4	-16,0	-19,1	12,6	7,7	5,4
Skatt	-0,4	-1,0	-1,0	-0,7	-0,9	-1,6	-1,1
Nettoresultat	-6,8	-6,4	-17,0	-19,8	11,8	6,1	4,3
Nettomarginal	-2,6%	-1,8%	-4,0%	-4,1%	2,3%	1,1%	0,8%
<i>Utestående aktier (miljoner)</i>	<i>12,5</i>	<i>14,0</i>	<i>14,3</i>	<i>16,0</i>	<i>17,8</i>	<i>17,8</i>	<i>17,8</i>
<i>Vinst per aktie (VPA)</i>	<i>-0,54</i>	<i>-0,46</i>	<i>-1,19</i>	<i>-1,24</i>	<i>0,66</i>	<i>0,34</i>	<i>0,24</i>

¹Historiska räkenskaper 2021–2024 redovisas enligt K3, medan räkenskapsåret 2025 har omräknats till IFRS i samband med Tellusgruppens övergång den 1 januari 2026. Övergången innebär främst att leasingavtal aktiveras i balansräkningen samt att goodwillavskrivningar elimineras, vilket gör att EBITDA och EBIT inte är direkt jämförbara över brytpunkten 2024/2025.

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **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 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.