

Tellusgruppen

Mangold Insight - Uppdragsanalys - 2021-06-08

MANGOLD

Prominent stjärnelev

Mangold inleder bevakning av Tellusgruppen som bedriver verksamhet inom utbildning och barnomsorg. Tellusgruppen har sedan 2007 startat och förvärvat totalt 28 skolor och förskolor i Sverige, där intresset för friskolor har vuxit kraftigt de senaste åren. Tellusgruppens skolidentitet kännetecknas av mångfald och att en del förskolor har svensk-engelsk samt svensk-spansk profil. Bolaget står inför en tillväxtfas där fler kommuner ska inkluderas i verksamheten.

Ambitiösa mål

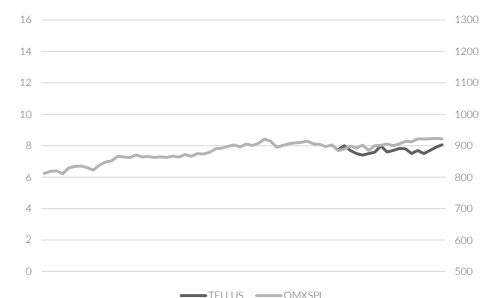
Tellusgruppen verkar i en kontracyklisk marknad och är inte ränte- och inflationskänsligt i någon stor utsträckning. Bolaget växer i hög takt. Under 2020 ökade omsättningen med 48 procent jämfört med 2019, och under det första kvartalet 2021 ökade omsättningen med 45 procent jämfört med samma period 2020. Tellusgruppens skolplatser ökade med 50 procent endast under 2020. Samtidigt ökar andelen elever i svenska friskolor vilket lägger grunden för de finansiella mål som bolaget har satt. Mangold ställer sig positivt till Tellusgruppens tillväxtpotentialer och förmåga att ta andelar i en uppåtgående marknad.

Nyetableteringar som trigger

Mangold har använt en DCF-modell för att ta fram ett motiverat värde på Tellusgruppen. Det resulterar i en rikt Kurs om 17,00 kronor motsvarande en uppsida om cirka 120 procent. Vi motiverar det med Tellusgruppens historik av lyckade förvärv och nyetableteringar, samt ett prognostiserat ökat antal elever i för- och grundskoleverksamhet i Sverige. Tellusgruppen vill framöver premiera organisk tillväxt, det vill säga nyetableteringar. Strategin skiljer sig från börsnoterade bolag i samma bransch, men ska ge högre utdelning på längre sikt.

Information

Rek/Rikt Kurs (kr)	Köp 17,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	7,70
Börsvärde (Mkr)	99
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Free float	19%
Ticker	TELLUS
Nästa rapport	2021-08-30
Hemsida	tellusgruppen.se
Analytiker	Emil Ohlsson



Kursutveckling

	IPO	n.a.	n.a.
TELLUS	-3,8%	n.a.	n.a.
OMXSPI	2,1%	n.a.	n.a.

Nyckeltal

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning (Mkr)	187,1	261,4	365,2	474,3	616,1
EBIT (Mkr)	7,6	14,2	24,3	33,2	44,9
Vinst före skatt (Mkr)	4,0	9,4	17,3	24,3	33,4
VPA (kr)	0,16	0,32	0,75	1,38	1,94
EV/Försäljning	1,0	0,7	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	24,2	11,2	5,8	4,1	3,1
EV/EBIT	31,3	16,9	9,0	5,3	3,9
P/E	48,9	25,0	10,6	5,8	4,1

Ägarstruktur

	Antal Aktier	Kapital
Bina Holding	9 500 000	75,8%
Malin Hökeberg	516 050	4,1%
Mangold Fondkommission	387 613	3,1%
Kjell Arvidsson	375 000	3,0%
Gerhard Dal	162 500	1,3%
Per Nilsson	137 500	1,1%
Milad Pournouri	106 250	0,8%
Per Vasilis	106 250	0,8%
Totalt	12 532 100	

Investment Case

Prominent stjärnelev

Mangold inleder bevakning av Tellusgruppen med rekommendationen Köp och en riktkurs på 17,00 per aktie på 12 månaders sikt. Det ger en uppsida om drygt 120 procent. Mangold bedömer att Tellusgruppen kommer att kunna växa med 40 procent under 2021 och 2022, och uppnå en vinstmarginal om 3,5 procent 2021.

Riktkurs 17,00 kronor

Dubbelsiffrig tillväxtresa

Tellusgruppen växer i rask takt; under det första kvartalet 2021 ökade antalet barn och elever med 43 procent, omsättningen med 45 procent och antalet utbildningsplaster med 91 procent jämfört med samma period 2020. Tellusgruppen noterades den 28:e april på Nasdaq First North Growth Market. I samband med det tog bolaget in 20 miljoner kronor som ska finansiera tillväxt genom nyetablering och förvärv. Börsnoteringen övertäckades med 180 procent. Mangold ställer sig positivt till Tellusgruppens expensionsmål som förväntas rendera mervärde givet bolagets historia av lyckade förvärv och nyetableringar.

Aggressiva finansiella mål

Paradigmskifte på svenska skolmarknaden

Andelen elever i svenska friskolor ökar stadigt. Elever och lärare på friskolor är mer nöjda än hos de kommunala alternativen. Friskolor är ett val grundat på rykte medan kommunala skolor väljs främst baserat på läge. Dessutom är kostnaden per elev lägre i friskolor och genom friskolors existens erbjuds en lösning på skolbristen i Sverige. Mellan 2009/2010 och 2019/2020 ökade antalet elever i friskolor med cirka 73 procent. Vid millennieskiftet utgjorde friskoleelever cirka tre procent av det totala antalet elever i Sverige; 2020 hade samma siffra ökat till cirka 20 procent. Tellusgruppens marknad växer fort. Bolaget har bevisat sin förmåga i att kunna ta marknadsandelar och förväntas fortsätta sin expansion framöver.

Friskolor tar marknadsandelar i raketfart

Står ut i mängden

Tellusgruppen arbetar med att integrera tjänster, arbetssätt och en viss kultur i sina dotterbolag för att på så sätt urskilja sig från andra friskolor. Bland annat bedrivs kommunikation på vissa skolor med kompletterande språk såsom spanska och engelska genom en bevisad inlärningsmetod vid namn Dialogic Book Reading. Konst och kultur är ett annat område som genomsyrar undervisningen i Tellusgruppens skolor, där musik premieras och konstateljéer står till eleverns förfogande. Bolaget arbetar även aktivt med att effektivisera sin verksamhet samt sina elevers hälsa.

En internationell touch

Lönsam strategi

Mangold har använt sig av en DCF-modell och ett avkastningskrav om 12 procent för att värdera Tellusgruppens aktie. Det ger en riktkurs per aktie på 17,00 kronor med en uppsida om cirka 120 procent. Det som krävs för att nå den förväntade riktkursen är hög aktivitet vad gäller nyetableringar för att generera tillväxt, samt effektivt kostnadsarbete vilket ger attraktiva marginaler.

Stor uppsida i aktien

Tellusgruppen - Bolag och affärsidé

Bolaget i korthet

Tellusgruppen grundades 2012, men har funnits sedan 2007 då dotterbolaget Tellusbarn grundades, och är verksamt inom skola och barnomsorg. Bolaget bedriver friskolor i för- och grundskolesegmentet och erbjuder även läxhjälp och barnpassning. Tellusgruppen äger 24 förskolor och fyra grundskolor, och har en kår om cirka 50 barnvaktare. Bolaget är verksamt i Sverige där Stockholm och Uppsala innefattar det geografiska omfånget. Tellusgruppen växer genom förvärv samt nyetablering av skolor och har som mål att bland annat nå 30 procent tillväxt årligen. Tellusgruppens vd är sedan 2020 Bijan Fahimi och aktien handlas sedan april 2021 på Nasdaq First North Growth Market.

Tellusgruppen äger 24 förskolor och fyra grundskolor

Djupdyk i verksamheten

Tellusgruppen består av moderbolaget Tellusgruppen, som i sin tur har fem dotterbolag med inriktning skola och barnomsorg samt läxhjälp. Dotterbolagen är Tellusbarn, Tellusbarn Södra, Tellusskolan, Samand och Nanny by Tellus.

• Tellusbarn och Tellusbarn Södra

Omfattar förskolor. Tellusgruppen styr över sina förskolor genom att anställa en skolchef som är chef för rektorerna. De är i sin tur chef över förskolelärare, barnskötare, med mera. I januari 2021 startades förskolan Robinson i Enköping. Förskolan kan husera 150 barn och platserna fylls på i hög grad. Tellusgruppen har 24 förskolor i Stockholm och Uppsala som totalt omfattar drygt 1 800 platser. Noteras bör att en av bolagets senaste nyetableringar, förskolan "Trädgården", räknas med trots att skolan står redo först 2022.

1 800 förskoleplatser

• Tellusskolan

Segmentet berör Tellusgruppens grundskoleverksamhet (årskurs 1 till 9). Hit hör varumärken såsom Tellusskolan och Robinson. Tellusgruppen bedriver verksamheten genom att anställa en skolchef som i sin tur är chef över rektor, biträdande rektor, lärare och lärarassistenter. Tellusgruppen har fyra grundskolor och cirka 550 platser.

550 grundskoleplatser

• Samand

Dotterbolaget äger tre förskolelokaler och syftar till att underlätta expansionen av nya skolor. Ingen verksamhet utöver det bedrivs.

• Nanny by Tellus

Tellusgruppen har som mål att diversifiera sig inom utbildning och omsorg, varför de bedriver segmentet Nanny by Tellus dit Tellus Academy tillhör. Dotterbolaget ansvarar för barnpassning samt läxhjälp och omfattas av cirka 50 barnvaktare. Liknande utökningar av Tellusgruppens verksamhet förväntas ske i takt med att bolaget växer och ökar sin konkurrenskraft.

Diversifierad tjänsteportfölj

Tellusgruppen - Bolag och affärsidé forts.

Affärsidé

Tellusgruppen startar, förvärvar, utvecklar, och driver friskolor, det vill säga skolor som drivs av en annan huvudman än kommun, region eller stat. Bolaget har två strategier för det:

Nyetablering

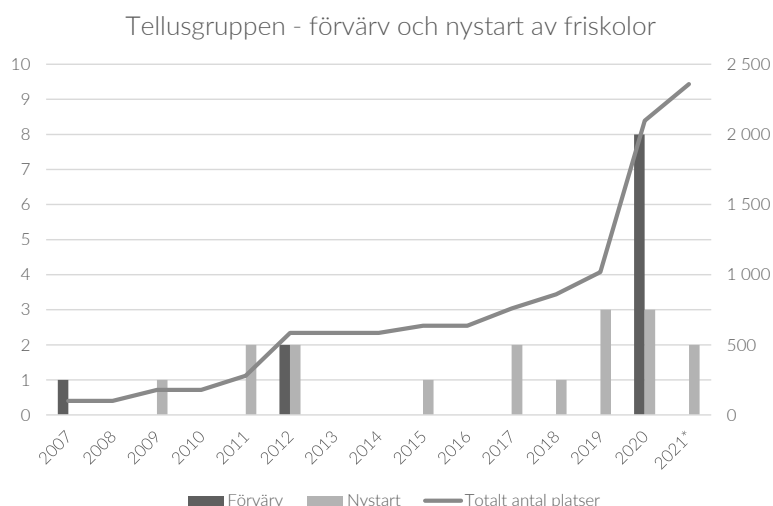
Nyetablering innebär att skapa en helt ny skola. Tellusgruppen menar att nyetableringar blir centrala i bolagets expansion framgent. Trots att stora investeringar krävs initialt är avkastningen på längre sikt ofta attraktiv. Historiskt sett har Tellusgruppen startat 17 förskolor. Enligt Friskolornas Riksförbund tar det cirka två år från start att etablera en ny grundskola, beroende på skolans storlek. För Tellusgruppen tar det i snitt ett år för en nyetablerad förskola att nå break-even, men bolaget är noga med att poängtera att det omfattar ganska små enheter (cirka 50 platser). Under 2020 var genomsnittstorleken på en nyetablering 130 platser, vilket är den högsta siffran sedan bolaget bildades. Siffran kan jämföras med snittet sedan 2007 om 77 platser. Tellusgruppen avancerar med andra ord stadigt framåt mot större skolor vilket innebär högre skalbarhet i takt med att koncernen och dess kapitalstyrka växer.

Tellusgruppen har startat 17 förskolor

Förvärv

Tellusgruppen har genomfört elva förvärv sedan 2007. Totalt har bolaget varit inblandade i ett tjugotal förvärv och har en bevisad historik av att identifiera, förvärva och förädla bolag. Tellusgruppen söker kandidater som är sammanlänkade med bolagets strategi och som kan ge positiva synergieffekter. Den genomsnittliga köpeskillingen per förvärv har historiskt sett uppgått till cirka sex miljoner kronor och de förvärvade bolagen har i genomsnitt omsatt cirka 20 miljoner kronor. Det kan jämföras med Tellusgruppens omsättning 2020 om drygt 187 miljoner kronor. Grafen nedan visar på Tellusgruppens uppåtgående trend vad gäller nystartade skolor och förvärv, vilket är avgörande för bolagets tillväxt. Vänster axel visar förvärv och nyetableringar av för- och grundskolor per år, medan höger axel visar det ackumulerade antalet platser på Tellusgruppens skolor (för- och grundskolor). Hittills under 2021 har bolaget startat två nya skolor.

Bolag med passande strategi förvärvas



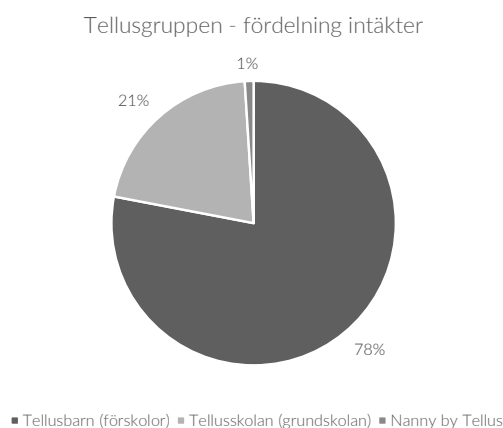
Källa: Tellusgruppen

Tellusgruppen - Intäkter

Intäkter

Tellusgruppens verksamhetsfördelningen sett till omsättning är 78 procent Tellusbarn, 21 procent Tellusskolan och 1 procent Nanny by Tellus. Bolaget har kommunicerat att verksamhetsinriktning inte nödvändigtvis fördelas enligt samma form framgent.

Förskolor har störst del av omsättningen



Källa: Tellusgruppen

Skolpengen ökar

Fristående grundskolor erhåller skattemedel i syfte att bedriva verksamhet, även kallad skolpengen. Syftet är att ge ekonomiskt stöd för drift av verksamhet. Ersättningen uppgick 2019 till cirka 97 000 kronor i snitt per elev. Beloppet omfattar omsorg, pedagogiskt material, utrustning, samt måltider och lokalkostnader. Ersättningen beror även på ålder på barn (där yngre barn erhåller högre relativ ersättning) samt om barnet är hel- eller deltidsskriven i skolan. Friskolor får inte ta ut någon separat elevavgift utöver skolpengen. Enligt branschorganisationen Friskolornas riksförbund ökade skolpengen 2020 och den fortsätter att öka under 2021 i samband med högre statliga bidrag. Det i sin tur gynnar Tellusgruppens omsättning. Fristående förskolors motsvarande ersättning benämns barnpengen.

Skolpengen är 97 000 kronor per elev

Utöver en kommunal ersättning erhåller friskolor även föräldrabidraget. Den betalas av föräldrar och grundas i vilken inkomst hushållet har, hur många barn som hushållet huserar, samt om barnet går deltid eller heltid.

Nanny by Tellus

Nanny by Tellus fakturerar 145 kronor per timme för barnpassning samt läxhjälp. Bolagets omsättning per nanny uppgick 2020 till cirka 37 400 kronor. Under 2021 ökade Rut-avdraget från 50 000 kronor till 75 000 kronor. Marknaden för barn- och läxhjälp i Sverige fick sig ett rejält uppsving 2007 i samband med Rut-avdraget. Avdraget är en skattesubvention vars ändamål är att främja konsumtion av specifika hushållstjänster. Därmed är beskedet kring högre avdrag välkomnat för Tellusgruppen som genom det potentiellt kan erhålla högre efterfrågan på sina tjänster i takt med de ekonomiska incitament som Rut-avdraget skapar. Enligt SCB ökar benägenheten att nyttja Rut-avdraget med ålder. Tellusgruppen menar att verksamheten har kommit att drabbats negativt av Corona-pandemin.

Ökning av Rut-avdraget som trigger

Tellusgruppen - Marknad

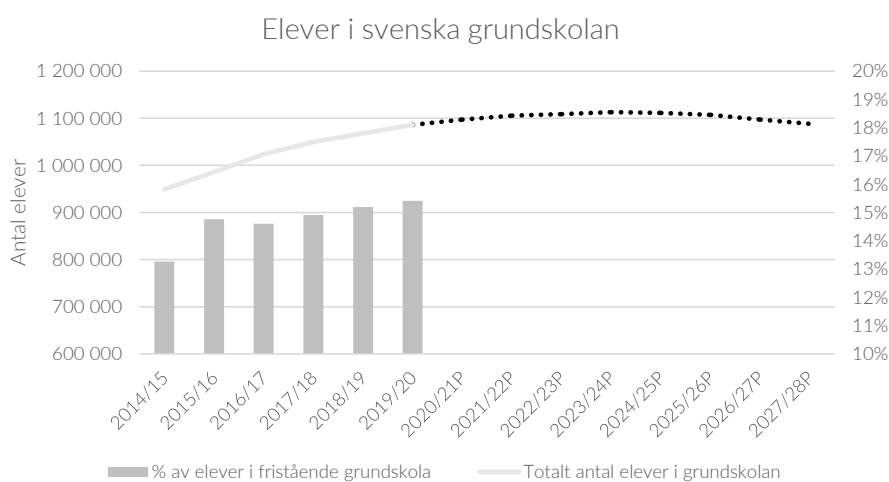
Friskolor vinner mark

Tellusgruppen verkar i en marknad med hög tillväxt. Antalet elever i fristående grundskolor ökade med 72,7 procent mellan 2009/2010 och 2019/2020 enligt utbildningsbolaget Atvexa. Det motsvarar en tillväxt i snitt per år (CAGR) om cirka 5,6 procent. Mellan samma år ökade andelen elever i svenska fristående friskolor från 19 till 21 procent och för grundskolor specifikt var motsvarande ökning från cirka 10 procent till 15 procent.

En viktig drivare för Tellusgruppens skolverksamhet är just utvecklingen av antalet elever i friskolor, som i sin tur är beroende av det totala antalet elever i svenska skolan. Enligt Skolverkets prognos kommer antalet elever i grundskolan öka och nå kulmen mellan 2023 och 2025. Därefter avtar tillväxten något och väntas landa på rådande nivåer. Det innebär att Tellusgruppen, som bland annat erhåller intäkter per elevplats i grundskolan, kan ta del av en uppåtgående marknad och utnyttja den efterfrågan som väntas öka på skolplatser i grundskolan. En liknande trend förväntas prägla förskolor som huserar en majoritet av de svenska elever som sedan tar sig till grundskolan. Tellusgruppens marknad och skolsegment i sin helhet väntas växa under kommande perioder.

Fler elever väljer friskolor

Antalet elever i svenska grundskolor väntas nå kulmen 2025



Källa: Skolverket och Ekonomifakta

Tellusgruppen - Marknad forts.

Marknadsstruktur

Marknaden för friskolor är mycket fragmenterad. Enligt branschorganisationen Friskola finns cirka 2 800 fristående förskolor och 840 fristående grundskolor. Enligt samma källa har 95 procent av de aktörer som driver fristående för-, grund- eller gymnasieskola endast en eller två skolverksamheter. De största aktörerna (de som driver fler än tio verksamheter) omfattar 18 företag, eller 0,6 procent av alla aktörer inom den svenska friskolan. De 18 största aktörerna driver knappt 10 procent av skolorna. Tellusgruppen räknas inte till kategorin största aktörer. Däremot har bolaget en historik av lyckade strategier för att uppnå tillväxt. Tellusgruppens starka kassa lägger grunden för goda möjligheter till fortsatt expansion och bearbetning av marknadsandelar även framgent, vilket väntas föranleda att bolaget positionerar sig bland de största friskoleaktörerna.

Många aktörer men få skolor per aktör

Trenden för friskolor pekar mot färre ansökningar. 2010 godkändes 121 ansökningar om nyetablering av fristående skolor och 284 nekades till följd av bristfällig kvalitetsefterlevnad. 2020 godkändes 36 och 38 nekades. De faktorer som skapar hinder är utökad reglering med krav på utbildningen, finansiell hållbarhet samt rekryteringen av kompetent personal. Samtidigt som Tellusgruppen är exponerat mot dessa typer av risker har bolaget tagit sig förbi marknadens initiala barriärer och arbetat upp en stadig portfölj av skolor. I samband med att färre konkurrenter tampas om en uppåtgående marknad finns goda möjligheter för attraktiva marknadsandelar för Tellusgruppen.

Få överlevare ger chans till tillväxt

Andelen elever i fristående grundskolor varierar mycket beroende på kommun. Tellusgruppen verkar inom för- och grundskolesegmentet. Det motiveras av att den adresserbara marknaden är större i dessa två segment, vilket tabellen nedan bekräftar.

TELLUSGRUPPEN - MARKNADEN FÖR FRISKOLOR

Typ av skola	Antal kommuner med fristående skolor (st)	Andel svenska kommuner med fristående skolor (%)
Gymnasieskola	97	33%
Grundskola	186	64%
Förskola	249	86%

Källa: Friskola och Mangold Insight

Hög konkurrens inom läxhjälp

Marknaden för läxhjälp och barnpassning kännetecknas av hög konkurrens. Verksamheten är även till viss del konjunkturberoende då tjänsterna ur en förälders perspektiv kan betraktas som en utgift de hellre handskas med själva. Utöver det beslutades 2020 att ge bidrag till ideella föreningar som erbjuder läxhjälp. Det beslutet kan i sin tur ha negativ inverkan på Nanny by Tellusgruppen då de ideella föreningarna kommer kunna erbjuda mycket låga priser för sina tjänster, och därmed ses som ett alternativ till privata aktörer. Nanny by Tellus utgör endast en procent av Tellusgruppens omsättning och kan därför anses ha relativt låg inverkan på bolagets finansiella ställning.

Nanny by Tellus innebär diversifiering för Tellusgruppen

Tellusgruppen - Konkurrens

Tre börsnoterade medspelare

De två största börsnoterade bolagen i Sverige med verksamhet inom skola och omsorg är Atvexa och Academedia. Atvexa har 131 förskolor samt 14 400 barn och elever (som omfattas av alla sorts skolor). Sedan 2009 har bolaget växt med cirka 30 procent. Atvexa betalar i snitt cirka fem gånger rörelsevinsten för sina förvärv och har även förskolor i Norge och Tyskland. Academedia har drygt 47 000 barn i för- och grundskola, och är med sin omsättning om nästan 13 miljarder kronor det största noterade utbildningsbolaget i Sverige. Sedan maj 2021 är även utbildningskoncernen Cedergrenska noterade. Bolaget har cirka 580 anställda med verksamhet baserad i Stockholm. De senaste fem åren har Cedergrenska växt med 32 procent per år i snitt.

Tre primära konkurrenter

TELLUSGRUPPEN - RELATIV VÄRDERING

	P/E	VPA	Börsvärde (Msek)	Omsättning (2020, Msek)	Vinstmarginal (2020, %)
AcadeMedia	14,5	5,6	8 611	12 589	3,5%
Atvexa	17,7	5,3	1 131	1 800	2,7%
Cedergrenska	32,0	3,9	539	552	5,3%
Snitt	21,4	4,9	3 427	4 980	3,8%
Tellusgruppen	20,0	0,3	97	196	2,0%

Källa: Mangold Insight

Ovanstående jämförelser bör granskas med försiktighet. Tellusgruppen (och Cedergrenska) redovisar enligt K3, medan Atvexa och Academedia nyttjar IFRS. Det i sin tur har betydande påverkan på vinstmarginalen och P/E-talet vilket gör att jämförelserna över specifika perioder försvåras. Till exempel kan IFRS-bolag välja att inte låta goodwill påverka resultaträkningen. Enligt IFRS gör man årliga nedskrivningsprövningar medan bolag som rapporterar enligt K3 måste skriva av goodwill på fem år. Det gynnar bland andra förvärvsintensiva bolag som Atvexa. Under 2020 hade Tellusgruppen 2,3 miljoner kronor i goodwillavskrivningar (1,2 procent av intäkterna) medan Atvexa och Academedia hade noll kronor.

Redovisningsprinciper urholkar jämförelser

Nedanstående tabell gör jämförelserna mer relevanta genom att utgå ifrån liknande redovisningsprinciper för beräkandet av EV/EBITDA. Siffrorna är hämtade från respektive bolags senaste årsredovisning. Tabellen visar att Tellusgruppen är relativt lågt värderat med en EV/EBITDA om 7,23.

Låg värdering jämfört med peers

TELLUSGRUPPEN - RELATIV VÄRDERING

	Justerat EBITDA (Msek)	Nettoskuld (Msek)	Börsvärde (Msek)	EV (Msek)	EV/EBITDA
AcadeMedia	1 066	1 797	8 569	10 366	9,72
Atvexa	104	112	1 132	1 244	11,96
Cedergrenska	60	-35	539	504	8,41
Tellusgruppen	13	-3	97	94	7,23

Källa: Mangold Insight

Tellusgruppen - Konkurrens forts.

Nanny by Tellus

Många aktörer i Sverige erbjuder läxhjälp och barnpassning. En problematik inom detta marknadssegment är den enorma svarta marknaden som existerar, där läxhjälp ofta sker under inofficiella avtal. Dessa i sin tur kännetecknas ofta av konkurrenskraftiga priser vilket kan minska benägenheten hos konsumenter att nyttja den officiella marknaden där Tellusgruppen verkar. Nedan presenteras en prisjämförelse mellan ett urval av aktörer som primärt erbjuder barnpassning i Sverige. Tellusgruppen positionerar sig något under snittet vad gäller pris och kan konkurrera genom sin erfarna personal samt flexibilitet vad gäller erbjudandet av professionella barnpassare.

*Tjänster något billigare än
marknadssnittet*

TELLUSGRUPPEN - MARKNADEN FÖR LÄXHJÄLP

Företag	Unika attribut	Startpris (kr/timme efter RUT)
Hemfrid	Tjänster utöver barnpassning erbjuds	195
Yepstr	Kundens kostnad består endast i lön till barnvakt	80 (RUT n/a)
my Nanny	Nischad mot mindre orter i Sverige	149
Nannynu!	Anställda utbildas och erhåller certifiering	149
Nannyakuten	Tillhandahåller akut barnpassning inom 48 timmar	149
Stor & Liten Barnpassning	Kund kan ta del av barnvaktens profiler innan beslut fattas	129
Snitt		142
Nanny by Tellus	Pris anpassas utefter nannies förutsättningar och lojalitetsförmåner erbjuds.	145

Källa: Mangold Insight

Tellusgruppens fördel mot konkurrenter

Mellan 2019 och 2020 ökade Tellusgruppen sin omsättning med 48 procent. Det är högre än både Academedia och Atvexas siffror. Mangold räknar med fortsatt stark tillväxt framgent om 40 procent mellan 2021 och 2022, och 30 procent mellan 2022 och 2024. Tellusgruppen ses som ett tillväxtbolag med potential att erhålla marknadsandelar från konkurrenter samt kommunala aktörer.

*Tellusgruppen växer fort relativt
konkurrenter*

TELLUSGRUPPEN - RELATIV OMSÄTTNINGSTILLVÄXT

	17/18-18/19	18/19-19/20
AcadeMedia	8%	5%
Atvexa	41%	20%
Cedergrenska	n.a.	59%

	2018-2019	2019-2020
Tellusgruppen*	8%	48%

*Tellusgruppen är det enda bolaget som inte har brutet räkenskapsår

Källa: Mangold Insight

Tellusgruppen - Prognoser

Ljus framtidsutsikt

Tellusgruppens intäkter uppgick till 59 miljoner kronor under det första kvartalet 2021, en ökning om 45 procent jämfört med samma period 2020. Mangold förutsätter en initial tillväxt om 40 procent för 2021 och 2022, varefter bolaget uppnår 30 procent i försäljning årligen. Prognosen grundar sig dels i historisk tillväxt, dels i friskolemarknadens förväntade tillväxt där antalet elever i svenska skolan är underliggande trigger. Intäkterna delas upp i bolagets tre verksamhetssegment, det vill säga förskola, grundskola och Nanny by Tellus. Den första grundar sig i bolagets omsättning per plats som 2020 uppgick till 91 215 kronor och förutsätts förbli densamma framgent. Siffran multipliceras i sin tur med antalet platser justerat för tillväxt. För grundskoleverksamheten appliceras liknande räknesätt men omsättningen per plats är 98 232 istället. Omsättningen per nanny uppgick till 37 422 kronor 2020.

Tellusbarn utgör fortsatt den största inkomstkällan

TELLUSGRUPPEN - PROGNOSEN INTÄKTER

(Mkr)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Intäkter Tellusbarn	145,9	204,3	286,1	371,9	483,4	580,1
Intäkter Tellusskolan	39,3	55,0	77,0	100,1	130,2	156,2
Intäkter Nanny by Tellus	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5	2,7
Totala intäkter	187,1	261,4	365,2	474,3	616,1	739,0
Tillväxt intäkter (%)		40%	40%	30%	30%	20%
EBIT	7,6	14,2	24,3	33,2	44,9	53,9

Källa: Mangold Insight

Tellusgruppens egna finansiella mål är följande:

- EBITDA-marginal om 7 procent;
- Tillväxt om 30 procent;
- Soliditet om 30 procent.

I våra prognoser uppnås en EBITDA-marginal om 7 procent först 2023. De något lägre marginalerna orsakas av högre kostnader i samband med bolagets expansion, där nyetableringar är resursintensiva vad gäller till exempel personal, och väntas synliggöras på omsättningen först efter några år. För prognosperioden räknar vi med att intäktsfördelningen liknar den historiska utvecklingen, där Tellusbarn (förskolor) har 78 procent av intäkterna, Tellusskolan (grundskolor) 21 procent och Nanny by Tellus 1 procent.

Finansiella mål som ligger nära verkligheten

TELLUSGRUPPEN - PROGNOSEN FINANSIELLA MÅL

	Tellusgruppens finansiella mål				Mangolds prognos			
	2021P	2022P	2023P	2024P	2021P	2022P	2023P	2024P
Tillväxt intäkter	30%	30%	30%	30%	40%	40%	30%	30%
EBITDA-marginal	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,5%	7,0%	7,2%

Källa: Mangold Insight

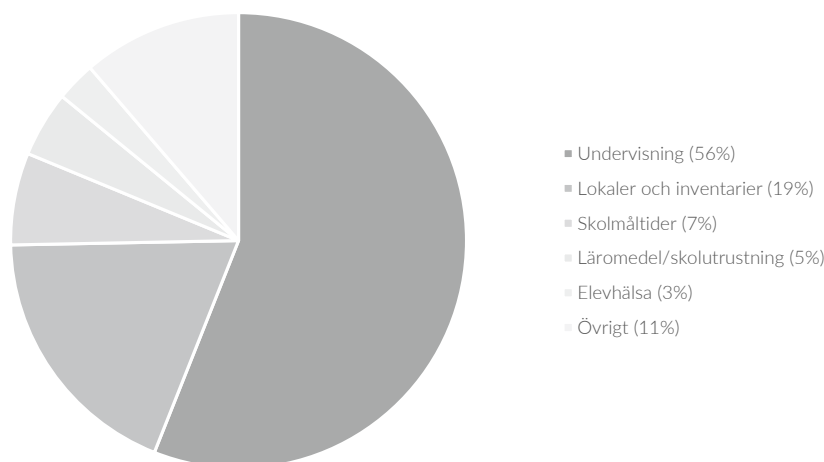
Tellusgruppen - Prognoser forts.

Friskolor kostar mindre än kommunala skolor

Den genomsnittliga kostnaden per elev för friskolor uppgick 2019 till cirka 107 000 kronor. Motsvarande siffra för kommunala skolor var 117 000 kronor. Friskolor lyckas därmed bättre med kostnadsbesparningar. Nedan illustreras kostnadsfördelningen på en genomsnittlig fristående grundskola under 2019.

Friskolor är mer kostnadseffektiva

Kostnadsfördelning - fristående grundskola



Källa: Friskola

Tellusgruppens intäkter utgörs nästan uteslutande genom skolpengen. Företagets förmåga att sänka sina kostnader blir därmed avgörande för att erhålla goda marginaler. Ett exempel på Tellusgruppens kostnadsänkande åtgärder är egenproduktion av skolmat i vissa skolor vilket är mindre resurskrävande. Tellusgruppen redovisar inte kostnad för sålda varor ("KSV"). Mangold har därför valt att lyfta ut de kostnader som berör personalkåren i skol- och nannyverksamheten som KSV. Med andra ord delar vi upp kostnaderna där lönerna till anställda i Tellusgruppens dotterbolag utgör kärnan för kostnad sålda varor och personalen i moderbolaget Tellusgruppen utgör personalkostnader. Vidare delar vi upp KSV i skolverksamhet och nannies för att enklare prognostisera, varefter vi summerar kostnaden för respektive grupp som därmed utgör total KSV.

Skolverksamhet och nannies utgör kostnad sålda varor

KSV Nannys

Nanny-segmentet kräver personal som arbetar med läxhjälp och barnpassning, och utgör därmed kostnad för såld vara. Mangold räknar med att behovet av anställda inom segmentet ökar med åtta procent per år. Det reflekterar den historiska tillväxten samt en ökning i en konkurrenskraftig marknad varför siffran är relativt låg. Vidare räknar vi med att en nanny kostar 120 kronor per timme och jobbar utefter full kapacitet (40 timmar per vecka, eller 160 timmar per månad). Det motsvarar 1 920 timmar per år. Noteras bör att olika nannys jobbar olika mycket, och att full aktivitet för hela gruppen anses orimligt, vilket sannolikt innebär att den verkliga kostnaden är lägre än den Mangold räknar med. Tellusgruppen menar att läxhjälpverksamheten har mycket höga marginaler och att nanny-segmentets effekt på Tellusgruppens lönsamhet kommer öka framgent.

Årlig tillväxt om åtta procent i antalet nannies

Tellusgruppen - Prognoser forts

KSV för- och grundskolor

Skolverksamhetens kostnader omfattas av lärare, rektorer, skolanställda, med mera. För att komma fram till antalet anställda subtraherar vi de som jobbar i moderbolaget Tellusgruppen (nio anställda) och nannies (50 anställda) från det totala antalet anställda (320). 2020 uppgick de skolanställda till 261. Det antalet divideras sedan med antalet skolplatser för att komma fram till platser per anställd. För 2020 uppgick det till sju elever per anställd. Vi förväntar oss att denna siffra förblir. Antalet är viktigt då vi genom att förutsätta samma snitt kan räkna ut antal skolplatser som Tellusgruppen förväntas husera samt storleken på personalkåren baserat på våra tillväxtprognoser. Enligt branschorganisationen Friskola uppgår den genomsnittliga lönen för en anställd på fristående skola till 423 000 kronor per år. För att ta höjd, och för att beakta att lönen kan skilja sig åt beroende på befattning (en rektor tjänar till exempel mer än en lärare) så använder vi 450 000 kronor som lönekostnad per anställd i personalkåren.

Skolanställda kostar 450 000 kronor per år i snitt

TELLUSGRUPPEN - PROGNOSE PERSONALKOSTNADER

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Antal anställda totalt (st)	320	448	627	815	1 060	1 272	1 526
Antal anställda moderbolag (st)	9	10	11	12	13	14	15
Antal anställda Nannies (st)	50	54	58	63	68	73	79
Anställda skolverksamhet (st)	261	384	558	740	979	1 184	1 432
KSV skolverksamhet (Msek)	-117,5	-172,8	-251,0	-333,2	-440,5	-533,0	-644,4

Källa: Mangold Insight

Personalkostnader

Personalkostnader för anställda i Tellusgruppens moderbolag omfattas av nio anställda och utgör en kostnad som integreras efter bruttoresultatet. Vi räknar med en lönekostnad om 600 000 kronor i snitt per anställd per år. Den totala personalkostnaden för 2020 för moderbolagets anställda var således nio miljoner kronor. Framgent räknar vi med att bolaget utökar sin verksamhet med en ny anställd per år för att möta de krav som ställs vid verksamhetsexpansion.

Snittkostnad om 600 000 kronor per anställd

Investeringar och finansiering

Tellusgruppen genomför stora investeringar med större fokus mot nyetableringar relativt sina konkurrenter. Det sätter krav på robusta kassaflöden. Tellusgruppens investeringar är svåra att förutspå när i tiden de sker. Mangold räknar med investeringar om åtta miljoner kronor 2021. Summan ökar linjärt med bolagets tillväxt. Tellusgruppens expansion finansieras i närtid genom ett nettoinflöde om 16 miljoner kronor från börsnoteringen. Av detta kapital avser 80 procent förvärv och 20 procent finansiering av etablering av nya verksamheter. Mangold räknar med att detta, i samband med överskott av vinst, täcker Tellusgruppens kapitalbehov i närtid.

Kapitalbehovet förväntas vara lågt

Tellusgruppen - Värdering

Värdering med uppsida

Mangold använder sig av en DCF-modell för att värdera Tellusgruppen och bedömer att ett avkastningskrav om 12 procent för bolaget är lämpligt. Det är i linje med PwC:s riskpremiestudie från 2020 som sätter marknadsriskpremien till 7,7 procent och ett storleksrelaterat riskpremie tillägg för bolag under 100 miljoner kronor i börsvärde om 4,6 procent. Det resulterar i en riktkurs om 17,00 kronor per aktie, en uppsida om drygt 120 procent. Förverkligandet av aktiekursen kräver bland annat att Tellusgruppen växer med 40 procent per år under 2021 och 2022.

Riktkurs om 17,00 kronor per aktie

TELLUSGRUPPEN - DCF-VÄRDERING

(Mkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	14,2	24,3	33,2	44,9	53,9	67,3
Fritt kassaflöde	9,0	13,1	18,1	21,7	25,5	25,5
Terminalvärde						283,1
Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt			
	12%	3%	22%			
Motiverat värde						
Enterprise value	241,8					
Equity value	214,1					
Motiverat värde per aktie (kr)	17,04					

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

Avkastningskravet påverkar värderingen i stor utsträckning. Om avkastningskravet ändras till 13 respektive 14 procent faller DCF-värdet till 15,10 respektive 13,60 kronor per aktie. Detta ger alltså en uppsida på 96 respektive 77 procent.

TELLUSGRUPPEN - KÄNSLIGHETSANALYS

	Försäljning		
	Bear (0,9x)	Base (x)	Bull (1,1x)
10%	6,4	22,6	38,9
11%	5,4	19,5	33,7
Kostnad för kapital (WACC)	12%	17,0	29,6
13%	3,9	15,1	26,4
14%	3,4	13,6	23,7

Känslighetsanalys ger intervall för riktkurs om 3,40 till 38,90 kronor

Källa: Mangold Insight

Även försäljningen kan påverka värderingen. Om försäljningen ökar med 10 procent gentemot vårt basscenario höjs värdet per aktie till 29,60 kronor. Skulle försäljningen i stället falla till 90 procent av initialprognosen minskar det värdet till 4,60 kronor per aktie. Det medför uppsida på 284 respektive nedsida på 40 procent.

Tellusgruppen - SWOT

Styrkor

- Verkar i en bransch som är relativt okänslig för ränte- och inflationsändringar
- Lyckad historik av förvärv och nyetableringar
- Diversifierat tjänsteutbud

Svagheter

- Exponering mot liten geografisk region
- Resursintensiv tillväxtstrategi

Möjligheter

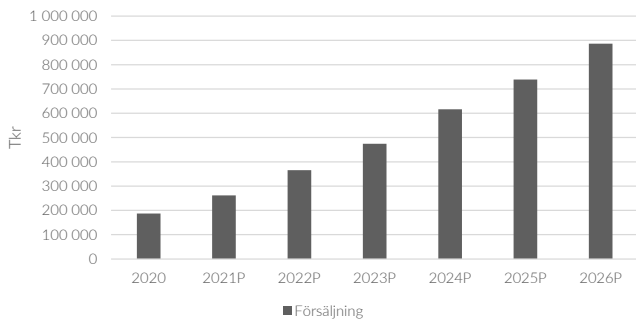
- Stark kassa och momentum i förmågan att expandera och konsolidera
- Uppåtgående trend för efterfrågan på friskolor
- Skolbristen i Sveriges kommuner

Hot

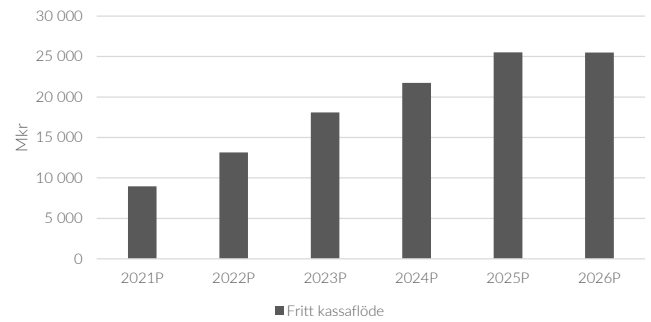
- Konkurrens från större bolag med bättre skalförutsättningar
- Politiska beslut kring friskoleverksamhet

Tellusgruppen - Appendix

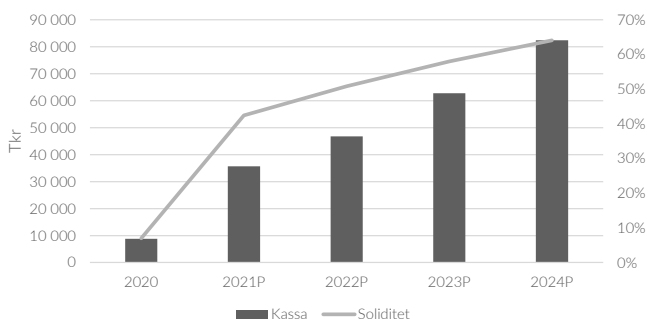
Tellusgruppen - försäljning



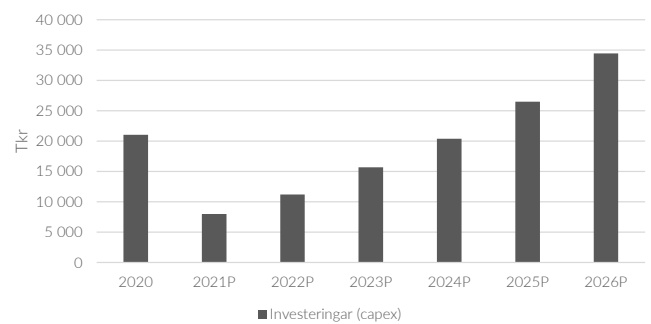
Tellusgruppen - fritt kassaflöde



Tellusgruppen - kassa och soliditet



Tellusgruppen - investeringar



Tellusgruppen - Appendix

Bolagets ledning

Bijan Fahimi är grundare och vd sedan 2020. Han har tidigare erfarenhet från styrelseuppdrag hos Folkpartiet, Arbetsmarknadsstyrelsen, Svenskt Näringsliv, och var grundare och vd för Veritas Communication. Bijan Fahimi är utbildad nationalekonom från Stockholms universitet.

Arnar Vidarsson är sedan 2020 ekonomichef. Han har tidigare erfarenhet som senior analytiker på Danske Bank samt diverse uppdrag hos Renault Finance. Arnar Vidarsson har en magisterexamen i bank och finansverksamhet från Stockholms universitet.

Anna Lassen är sedan 2021 kommunikationschef. Hon har tidigare erfarenhet från kommunikation inom Haninge Kommun, Frösunda Omsorg, Ersta Diakoni och Preem. Anna Lassen har studerat vid Linköpings universitet och Berghs School of Communication.

Malin Hökeberg är sedan 2020 HR-chef och skolchef. Hon har tidigare arbetat som vice vd och vd i Tellusgruppen. Malin Hökeberg har över åtta års erfarenhet från EF Educational Tours i bland annat Indien, Schweiz och Amsterdam. Hon har även varit vd för Tellusbarn (tidigare Hälsans Förskola). Hon har även erfarenhet från styrelseuppdrag i Veritas Professionals samt Nanny by Tellus. Malin Hökeberg har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm.

Carina Björnberg är sedan 2020 skolchef Norr och har arbetat hos Tellusgruppen sedan 2012. Hon har tidigare erfarenhet som förskolelärare, och är utbildad förskolelärare.

Maria Friberg är sedan 2020 skolchef Norr. Hon är utbildad förskolelärare och utbildar sig till rektor.

Lisa Frisk Melberg är sedan 2021 kvalitetschef och har grundat Robinsonskolorna. Hon är grundskolelärare och utbildad rektor, och har ägt samt drivit skolor sedan 1997.

Gabriel Gjerss är sedan 2017 verksamhetschef och har varit med och grundat Nanny by Tellus. Han har tidigare erfarenhet från HR från bland annat Advisa och Studybuddy, och har en personalvetarexamen från Uppsala universitet.

Jessica Malmberg har arbetat hos Tellusgruppen sedan 2011 och är ansvarig för lokal- och nyetablering samt verksamhetsansvarig.

Tellusgruppen - Appendix

Bolagets styrelse

Thomas Gür är sedan 2020 styrelseordförande. Han driver egen rådgivningsfirma och har bland annat arbetat med IT-konsultbolaget HiQ, Axess Forum, Veralda Investment och speloperatören Kindred. Thomas Gür har även arbetat som journaliståttidningarna Dagens Nyheter, Svenska Dagbladet och Göteborgsposten.

Narges Moshiri är grundare och styrelseordförande i Tellusbarn. Hon är utbildad förskolelärare.

Elnaz Madani är sedan 2012 styrelseledamot. Hon jobbar utöver detta på Swedbank och har erfarenhet från bland annat Grant Thornton och Förvaltningsrätten i Stockholm. Elnaz Madani har en magisterexamen i affärsjuridik från Stockholms universitet.

Luca di Stefano är styrelseledamot sedan 2020. Han har erfarenhet från en rad styrelseuppdrag från bland andra Hubso, Zoomability, Unika Försäkringar, Brandson med mera. Luca di Stefano har även varit vd i en mängd bolag.

Caj Perrin är styrelseledamot sedan 2020. Han har bred styrelseerfarenhet. Caj Perrin har en magisterexamen i väg och vatten från Kungliga Tekniska Högskolan.

Charlotta Edholm är styrelseledamot sedan 2021. Hon har haft befattningar som inkluderar skolborgarråd och oppositionsborgarråd i Stockholms stad, gruppleadare för Liberalerna Stockholm, ledamot av kommunfullmäktige i Stockholm, samt riksdagsledamot och ordförande för Folkpartiets ungdomsförbund.

Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Försäljning	126,1	187,1	261,4	365,2	474,3	616,1	739,0
Övriga intäkter	4,2	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Kostnad sålda varor	-80,3	-119,8	-185,2	-264,5	-347,7	-456,2	-549,9
Bruttovinst	49,9	76,4	85,2	109,9	135,8	169,0	198,2
Råvaror och förnödenheter	-7,8	-9,0	-14,3	-15,3	-17,4	-22,6	-29,7
Övriga externa kostnader	-36,9	-56,0	-48,7	-63,6	-77,4	-93,8	-104,7
Personalkostnader	0,0	0,0	-6,0	-6,6	-7,2	-7,8	-8,4
EBITDA	5,3	11,4	16,2	24,3	33,8	44,9	55,4
EBITDA-marginal	4,1%	5,8%	6,0%	6,5%	7,0%	7,2%	7,4%
Avskrivningar	-1,2	-3,9	-8,0	-6,7	-7,8	-7,8	-9,8
Rörelseresultat	4,1	7,6	14,2	24,3	33,2	44,9	53,9
Rörelsemarginal	3,2%	4,0%	5,3%	6,5%	6,9%	7,2%	7,2%
Räntenetto	-0,1	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Koncernbidrag	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Resultat före skatt	3,0	5,6	12,1	22,2	31,1	42,8	51,8
Skatter	-1,0	-1,6	-2,7	-4,9	-6,8	-9,4	-11,4
Nettovinst	2,0	4,0	9,4	17,3	24,3	33,4	40,4

Källa: Mangold Insight *Bolaget redovisar ej KSV, uträkningarna är Mangolds

Balansräkning (Mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Tillgångar							
Kassa och bank	10,4	8,8	35,7	46,8	62,7	82,4	105,8
Kundfordringar	5,8	9,0	14,3	20,0	26,0	33,8	40,5
Lager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anläggningstillgångar	9,6	26,8	26,7	31,2	39,1	51,7	68,4
Totalt tillgångar	25,7	44,6	76,8	98,0	127,8	167,8	214,6
Skulder							
Leverantörsskulder	3,4	4,9	7,6	11,6	17,1	23,7	30,1
Skulder	23,4	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6
Totala skulder	26,9	41,5	44,2	48,2	53,7	60,3	66,7
Eget kapital							
Bundet eget kapital	0,5	0,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
Fritt eget kapital	-1,6	2,2	11,7	28,9	53,2	86,6	127,0
Totalt eget kapital	-1,2	3,1	32,6	49,8	74,1	107,5	147,9
Totalt skulder och eget kapital	25,7	44,6	76,8	98,0	127,8	167,8	214,6

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Vid fullgörandet av sådana uppdrag kan Mangold i eget namn behöva utföra transaktioner med bolagets aktie eller relaterade instrument, till exempel om Mangold har uppdrag som likviditetsgarant. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Tellusgruppen.

Mangold äger aktier i Tellusgruppen.

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent