

Tellusgruppen

Mangold Insight - Uppdatering - 2021-09-13

Goda resultat

Tellusgruppens intäkter fortsätter att öka. Bolaget ökade sina intäkter med cirka 17 procent under det andra kvartalet jämfört med det första, och cirka 28 procent jämfört med samma period 2020. Tillväxten är uteslutande organisk, samtidigt som Tellusgruppen i det tredje kvartalet har förvärvat tre bolag som väntas bidra med positiva synergieffekter. Mangold förväntar sig att Tellusgruppens försäljningstillväxt förblir stark under kommande perioder tack vare bolagets förmåga att generera tillväxt både organiskt och genom förvärv.

Förvärv i toppklass

Tellusgruppen har under det tredje kvartalet förvärvat utbildningsbolaget Theducation. Köpet är det största förvärvet sedan verksamhetsstart och innebär en dubbling av Tellusgruppens grundskoleplatser. Cirka 21 procent av bolagets intäkter härrör från grundskolor och 78 procent från förskolor (resterande 1 procent från Nannyverksamheten). Mangold ser positivt på förvärvet då Tellusgruppens intäktsström från grundskolor väntas öka parallellt med att ett starkt varumärke tillförs koncernen. Det i sin tur bidrar till en mer diversifierad verksamhet och därmed mindre risk för volatila intäkter.

Uppsida att hämta

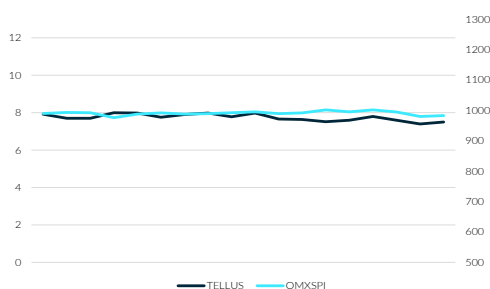
Mangold reviderar ned riktkursen något till cirka 14,50 kronor (17,00 kronor i initialanalysen), en uppsida om cirka 90 procent. Tellusgruppen väntas slå Mangolds försäljningsprognos för 2021 som helår, samtidigt har bolagets förvärvstakt varit hög vilket medför högre kostnader och lägre lönsamhet än väntat.

Information

Rikt Kurs (kr)	Köp 14,50
Risk	Hög
Kurs (kr)	7,50
Börsvärde (Mkr)	93
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Free float	18%
Ticker	TELLUS
Nästa rapport	2021-11-30
Hemsida	tellusgruppen.se
Analytiker	Emil Ohlsson

Ägarstruktur

	Aktier	Kapital
Bina Holding	9 500 000	75,8%
Malin Hökeberg	516 050	4,1%
Mangold FK	480 532	3,8%
Nordnet	452 697	3,6%
Gerhard Dal	163 313	1,3%
Per Nilsson	137 500	1,1%
Andrés Fuentes-Rivera	111 260	0,9%
Totalt	12,5M	100,0%



Nyckeltal (Mkr)

	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoförsäljning	187,1	261,4	365,2	474,3	616,1
EBIT	7,6	11,5	20,5	28,4	40,6
Vinst före skatt	4,0	7,3	14,4	20,5	30,0
EPS, justerad	0,16	0,32	0,58	1,15	1,64
EV/Försäljning	1,0	0,7	0,5	0,3	0,3
EV/EBITDA	23,7	11,0	6,4	4,6	3,5
EV/EBIT	30,7	16,6	10,9	6,1	4,4
P/E	47,7	24,4	13,3	6,8	4,8

Tellusgruppen - Investment case

Prominent stjärnelev

Mangold rekommenderar Köp och en riktkurs på 14,50 per aktie för Tellusgruppen på 12 månaders sikt. Det ger en uppsida om cirka 90 procent. Mangold bedömer att bolaget kommer att kunna växa med 40 procent under 2021 samt 2022, och uppnå en vinstmarginal om 2,7 procent 2021. Det som krävs för att nå den förväntade riktkursen är hög aktivitet gällande nyetableringar för att generera tillväxt, samt effektivt kostnadsarbete vilket ger attraktiva marginaler.

Riktkurs 14,50 kronor

Dubbelsiffrig tillväxtresa

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, där bolaget vill växa med 30 procent per år. Börsnoteringen övertecknades med 180 procent. Mangold ställer sig positivt till Tellusgruppens expansionsmål 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 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 musikundervisning genomförs och konstateljéer står till elevers förfogande. Bolaget arbetar även aktivt med att effektivisera sin verksamhet samt förbättra sina elevers hälsa.

Kulturell touch

Tellusgruppen – Uppdatering

Goda resultat

Tellusgruppen växer i hög takt. Under det andra kvartalet ökade bolagets intäkter med drygt 28 procent jämfört med samma period 2020, och cirka 17 procent jämfört med årets första kvartal. Tillväxten var organiskt driven, där de tre förvärven ännu inte har räknats in. Tellusgruppen har som mål att växa 30 procent årligen (både organiskt och genom förvärv), men Mangold spår att tillväxten uppgår till 40 procent för 2021 som helår.

Aggressiv tillväxt

Samtidigt är resultatet något lägre än under tidigare kvartal. Rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) uppgick till en miljon kronor, och blev lägre till följd av kostnader för nyetableringar. Dessa väntas på sikt mynna ut i högre intäkter och därmed kvittera ut det andra kvartalets relativt högre kostnader.

Högre kostnader

TELLUSGRUPPEN - SUMMERING AV VERKSAMHETSUTVECKLINGEN

	2020	2021	Förändring (%)
	Q2	Q2	
Inskrivna barn (st)	1566	1 645	+5%
Utbildningsplatser (st)	1566	2 162	+38%
Intäkter (Msek)	59	65,8	+12%
EBITDA (Msek)	-0,5	1,0	n.a.

Källa: Mangold Insight

Nära försäljningsprognosen

Försäljningstillväxten mellan det första och andra kvartalet var 12 procent, vilket är avsevärt högre än den tillväxt som krävs för att nå Mangolds kvartalprognoser. Samtidigt har Tellusgruppen genomfört tre förvärv under det tredje kvartalet.

Väntas slå försäljningsprognos

Trots att försäljningen väntas vara högre än Mangolds prognos revideras riktkursen då även kostnaderna relaterad till förvärv har påverkat bolagets lönsamhet.

TELLUSGRUPPEN - PROGNOSEN INTÄKTER

	2021P				
	Q1	Q2	Q3P	Q4P	Helår
Nettoomsättning (Tkr)	58 996	65 801	67 500	69 000	261 297
Tillväxt per kvartal (%)		12%	3%	2%	

Källa: Mangold Insight

Tellusgruppen – Uppdatering forts.

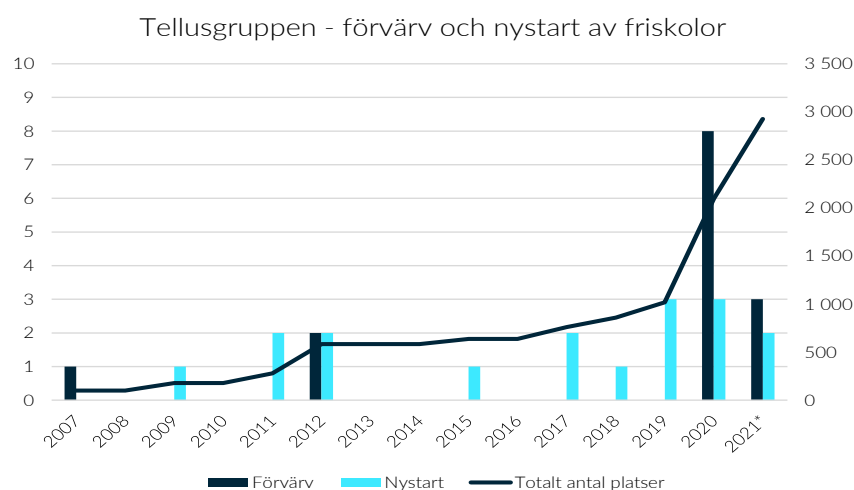
Förvärv i toppklass

Tellusgruppen växer både organiskt och genom förvärv. Under det tredje kvartalet 2021 har bolaget genomfört tre förvärv som beskrivs nedan:

TELLUSGRUPPEN – ÖVERSIKT FÖRVÄRV

Bolag	Köpeskilling (Msek)	Antal platser (st)	Kommentar
Theducation	27	500	Tillväxt om 8 procent i CAGR mellan 2016 och 2020
Lilla Blå Elefanten	n.a.	18	Förskola i södra Stockholm med lek och kreativitet i centrum
Ryttis	n.a.	49	Förskola med verksamhet i nordvästra Stockholm

Källa: Mangold Insight



Källa: Tellusgruppen

Theducation medför en rad synergieffekter för Tellusgruppen. Genom förvärvet öppnar bolaget upp en ny geografisk etablering i Linköping samtidigt som antalet platser i Stockholm utökas. Det innebär också att Tellusgruppen mer än dubblar antalet grundskoleplatser från cirka 400 till 900. Bolaget har nu två varumärken i Thea och Robinson genom vilka profilering kan ske. Förvärvspriset uppgick till cirka 27 miljoner kronor och finansieras genom egna medel, banklån samt säljarrevers. 2020 omsatte Theducation moderbolag cirka 57 miljoner kronor och resultatet efter finansiella poster uppgick till cirka 3 miljoner kronor. Den årliga försäljningstillväxten uppgick till över åtta procent mellan 2016 och 2020.

Dubbling av grundskoleplatser

Lilla Blå Elefanten, en förskola som drivs genom ett personalkooperativ. Köpet väntas ge synergieffekter tack vare att skolan ligger bredvid Tellusgruppens befintliga förskolor Melodin och Fiolen. Bolaget stärker därmed sin närvaro på plats samtidigt som integrering av den nya förskolan kan ske på ett effektivt sätt. Sammanlagt väntas de tre förskolorna kunna husera 60 platser.

Snabb integrering

Föräldrakooperativet Ryttis. Tellusgruppen har förvärvat nedstängningshotade Ryttis, en förskola med cirka 49 platser.

Tellusgruppen – Prognoser

Tillväxten tilltar

Mangold räknar med att Tellusgruppens försäljningstillväxt uppgår till 40 procent fram till 2023. Därefter avtar siffran något och ligger kring 30 procent vilket är det mål bolaget har satt. Efter 2024 väntas marknaden mättas och tillväxten avta något.

Hög försäljningstillväxt

Tellusgruppens mål om en sju-procentig EBITDA-marginal väntas nå först 2025 istället för 2023 enligt tidigare analys på grund av högre kostnader relaterade framför allt till förvärv. Under 2021 har förvärvstakten varit hög och i relation till det har bolagets kostnadsposter expanderat. På längre sikt är målet att integreringen av förvärv ska bidra till att försäljningen växer snabbare än kostnaderna och att skalbarhet uppnås.

Fördröjning i uppfyllandet av lönsamhetsmål

TELLUSGRUPPEN - PROGNOSE

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Omsättning (Mkr)	261,4	365,2	474,3	616,1	739,0	886,5
Tillväxt (%)		40%	30%	30%	20%	20%
EBITDA (Mkr)	13,5	20,6	29,0	40,6	52,4	62,7
EBITDA-marginal (%)	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,0%
VPA (Kr)	0,58	1,15	1,64	2,40	3,04	3,78

Källa: Mangold Insight

Tellusgruppen – Värdering

Värdering mot peers

TELLUSGRUPPEN - RELATIV VÄRDERING*

(Msek)	Justerad EBITDA	Nettoskuld	Börsvärde	EV	EV/EBITDA	Kursutveckling i år
AcadeMedia	1 286	1 554	7 701	9 255	7,20	-15,29%
Atvexa	104	112	1 111	1 223	11,76	9,94%
Cedergrenska	2 792	8 356	516	8 872	3,18	-10,60%
Aprendere Skolor**	16	13	80	93	5,67	n.a.
Tellusgruppen	1	1	93	94	93,84	-12,59%

*alla bolag utom Tellusgruppen har brutna räkenskapsår, siffrorna är de senaste som respektive bolag har redovisat

**förväntad notering september 2021. EBITDA ej justerad. Börsvärde pre-money

Källa: Mangold Insight

Värderingen på Tellusgruppen kan fortfarande anses som attraktiv relativt peers. EV/EBITDA uppgår till cirka 95,0 jämfört med konkurrenternas snitt om cirka 7,05. Noteras bör att siffrorna ovan reflekterar en omräkning från IFRS till K3-redovisning för Atvexa och Academedia.

Låg relativ värdering

Reviderad riktkurs

Mangold reviderar riktkursen till 14,50 kronor per aktie, cirka 90 procents uppsida jämfört med dagens kurs.

Riktkurs 14,50 kronor

TELLUSGRUPPEN - DCF-VÄRDERING

(Mkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	11,5	20,5	28,4	40,6	51,0	61,4
Fritt kassaflöde	6,9	10,2	14,3	18,4	23,2	22,3
Terminalvärde						247,6
Antaganden						
	Diskränta	Tillväxt	Skatt			
	12%	3%	22%			
Motiverat värde						
Enterprise value	208,3					
Equity value	180,6					
Motiverat värde	14,47					

Källa: Mangold Insight

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

SWOT

Möjligheter

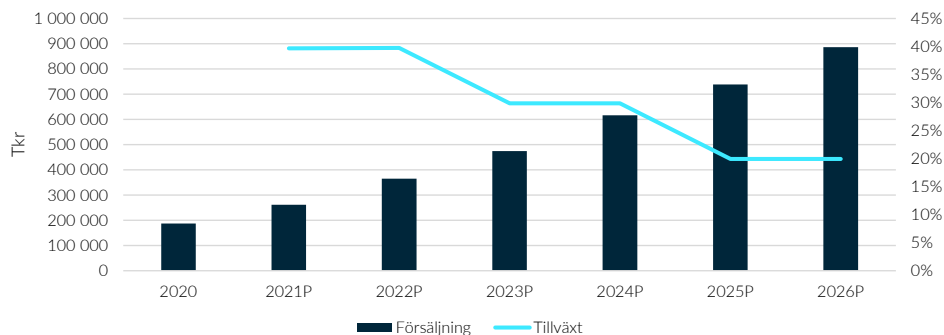
- Stark kassa och momentum i förmågan att expandera och konsolidera
- Uppåtgående trend för efterfrågan på friskolor
 - Skolbristen i Sveriges kommuner

Hot

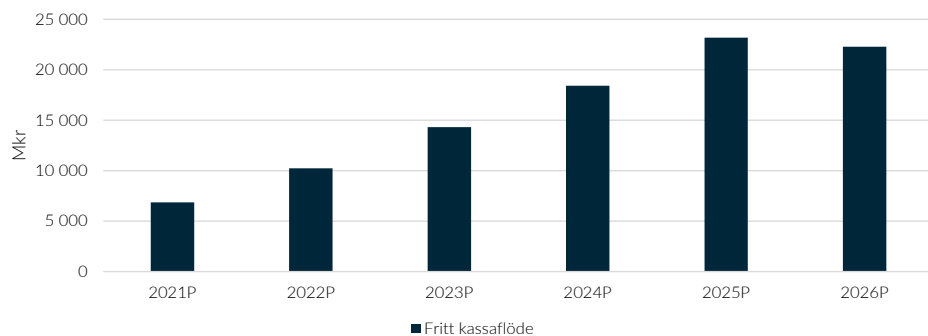
- Konkurrens från större bolag med bättre skalförutsättningar
- Politiska beslut kring friskoleverksamhet

Tellusgruppen – Appendix

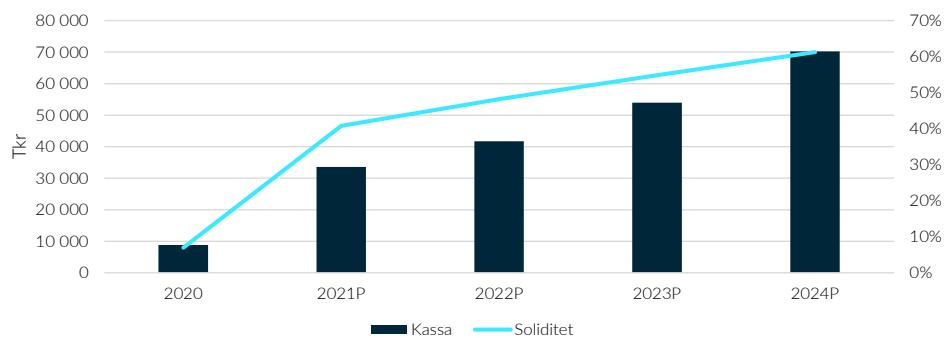
Tellusgruppen - försäljning och tillväxt



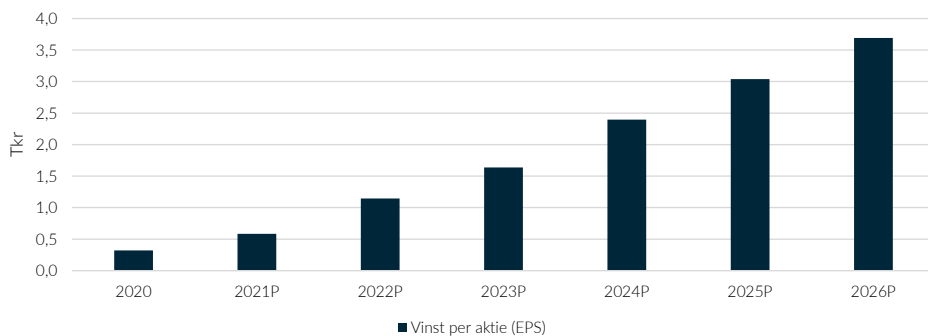
Tellusgruppen - fritt kassaflöde



Tellusgruppen - kassa och soliditet



Tellusgruppen - VPA



Tellusgruppen – Resultat & 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	-17,0	-19,0	-22,2	-26,8	-32,7
Övriga externa kostnader	-36,9	-56,0	-48,7	-63,6	-77,4	-93,8	-104,7
Personalkostnader	n.a.	n.a.	-6,0	-6,6	-7,2	-7,8	-8,4
EBITDA	5,3	11,4	13,5	20,6	29,0	40,6	52,4
EBITDA-marginal	4,1%	5,8%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Avskrivningar	-1,2	-3,9	-8,0	-6,7	-7,8	-7,8	-9,8
Rörelseresultat	4,1	7,6	11,5	20,5	28,4	40,6	51,0
Rörelsemarginal	3,2%	4,0%	4,3%	5,5%	5,9%	6,5%	6,8%
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	9,4	18,4	26,3	38,5	48,9
Skatter	-1,0	-1,6	-2,1	-4,1	-5,8	-8,5	-10,7
Nettovinst	2,0	4,0	7,3	14,4	20,5	30,0	38,1

Källa: Mangold Insight

Balansräkning (Tkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Tillgångar							
Kassa och bank	10,4	8,8	33,6	41,7	53,9	70,3	91,3
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	74,6	93,0	119,0	155,7	200,2
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	9,5	23,9	44,4	74,5	112,6
Totalt eget kapital	-1,2	3,1	30,4	44,8	65,3	95,4	133,5
Skulder och eget kapital	25,7	44,6	74,6	93,0	119,0	155,7	200,2

Källa: Mangold Insight

*kostnadsposter är beräknade av Mangold och presenteras nödvändigtvis inte på samma sätt av Tellusgruppen

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 frånsäger 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 frånsäger 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 Mackmyra.

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