2025-02-02

Cheffelo AB (CHEF)

Tillväxt med mersmak

Cheffelo AB (”Cheffelo” eller ”Bolaget”) är ett svenskt företag som leverar matkassar under olika varumärken i Sverige, Norge och Danmark. Bolaget skiftade strategi under år 2022, från att fokusera på tillväxt till att rikta fokus mot lönsamhet. Enhetsekonomierna har tydligt förbättrats och drivit EBIT-marginalen till 6,2 % för år 2025, från ett negativt resultat år 2022. Bolaget har i nuläget ett tydligt momentum, drivet av att den största konkurrenten Hellofresh allokerar mindre resurser mot marknadsföring, samt att konsumentsentimentet stärkts i Norge och Sverige. För år 2026 estimeras ett EBIT-resultat om 90 MSEK och genom en DCF-värdering härledes ett potentiellt nuvärde om 127,5 kr per aktie i ett Base scenario.

▪ Accelererande tillväxt och effektivare marknadsföring

Cheffelo har under år 2025 uppvisat en stark tillväxt, driven av kraftigt ökad kundanskaffning och förbättrad orderfrekvens i Sverige och Norge. Tillväxten har möjliggjorts genom en mer effektiv och selektiv marknadsföring, där Bolaget i högre grad använder datadrivna kanaler och partnerskap istället för breda rabattkampanjer. Detta har lett till att sälj- och marknadsföringskostnader som andel av nettoomsättningen har minskat från 12,8 % 2022 till 11,5 % på R12, trots ett historiskt högt inflöde av nya kunder. Fokus på kundlojalitet, tydligare värde och optimerad prissättning har varit kärnpelare i tillväxtstrategin. Cheffelo har en bevisat stark kundanskaffning med fokus på fullprissälj, grundpelaren till hållbara enhetsekonomier.

▪ Lägre konkurrens och starkare konsument

Av Cheffelos totala omsättning härrör verksamheten i Norge 51 %, en marknad där konsumenten vaknat till liv. Bolaget växte i denna geografi under Q3 år 2025 med 34 %. Parallellt ser också den svenska konsumenten ut att vakna, vilket stärks av att Svenskt Näringsliv estimerar 3,5 % BNP-tlllväxt 2026 (1,6 %). Dessutom har branschen som helhet fått ökade krav på lönsamhet, utifrån att riskviljan från investerare minskat. Konkurrenten Hellofresh har sadlat om från tillväxt till lönsamhet, i linje med Cheffelos strategiskifte under år 2022, och satsar mindre på marknadsföring. Detta har skapat fördelaktiga förutsättningar för Cheffelo, vilka nu fokuserar på att stärka kunderbjudandet. Det är tydligt att Cheffelo i nuläget tar markandsandelar från den största konkurrenten Hellofresh, sett till att Cheffelos tillväxt accelererar samtidigt som konkurrenten krymper.

▪ Operativ hävstång ger betydande marginalexpansion

Cheffelo har en affärsmodell som, vid tillväxt, medför en operativ hävstång. Större inköp ger mer fördelaktiga avtal för handelsvaror, fraktkostnader sprids ut över ett större antal matkassar, samtidigt som kostnader för administration och löner också sprids ut över en större intäktsbas. Vidare ökar marginalen per kasse när det genomsnittliga ordervärdet växer, vilket det gjort med 10 % sedan år 2022, vilket medför betydande hävstång på varje adderad omsättningskrona. Skalbarheten är tydlig i att omsättningen under år 2025 växte med 12,2 %, medan EBIT växte med 67,4 %, vilket implicerar en inkrementell EBIT-marginal om 22,3 %. EBIT estimeras konservativt öka med en inkrementell EBIT-marginal om 16 % under år 2026-2028, utifrån den bevisat skalbara affärsmodellen.

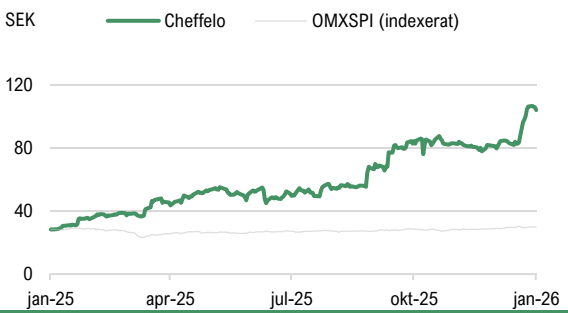
Värderingsintervall

Bear	Base	Bull
89,6 kr	127,5 kr	149,3 kr

Nyckeldata

Senast betalt (2025-01-30)	104
Antal Aktier (st.)	13 020 424
Market Cap (MSEK)	1 370
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	(134)
Enterprise Value (MSEK)	1 236
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 4 2025	2025-02-19

Kursutveckling



Huvudägare (Källa: Holdings)

Petter von Hedenberg	12,6%
Avanza Pension	9,2%
Niklas Aronsson	8,0%
Nordnet Pensionsförsäkring	7,6%
Alexander Eskilsson	5,3%

Prognoser (MSEK)	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	1058 2	1188 0	1306 8	1424 4
Handelsvaror	731,2	821,4	895,2	968,6
Bruttoresultat	**327,0**	**374,3**	**417,6**	**462,4**
Bruttomarginal	31,1%	31,1%	31,5%	32,0%
Rörelsekostnader	238,7	251,9	277,6	299,4
EBIT	**43,9**	**73,5**	**90,3**	**112,1**
EBIT-marginal	4,1%	6,2%	6,9%	7,9%
P/S	1,3x	1,1x	1,0x	1,0x
EV/S	1,2x	1,0x	0,9x	0,9x
EV/EBITDA	13,7x	10,6x	9,2x	7,9x
EV/EBIT	28,2x	16,8x	13,7x	11,0x

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Introduktion

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q3-rapport	3
Investeingsidé	4
Bolagsbeskrivning	5
Marknadsanalys	6
Finansiell prognos	7
Värdering	8
Bull & Bear	9
Ledning & Styrelse	10-11
Disclaimer	12

Om Bolaget

Cheffelo AB är ett svenskt foodtech-bolag som erbjuder prenumerationsbaserade måltidslösningar i Norden med fokus på att förenkla vardagen för hushåll genom hemlevererade matkassar. Koncernen omfattar flera välkända varumärken, såsom Linas och Adams matkasse, med verksamhet i Sverige, Norge och Danmark och betjänar hundratusentals kunder. Koncernens strategi bygger på långiktig utveckling av starka konsumentvarumärken med hög kundlojalitet och operativ effektivitet, där fokuset ligger på innovation, hållbarhet och lönsam tillväxt. Cheffelo är noterat på Nasdaq First North Premier Growth Market sedan år 2021.

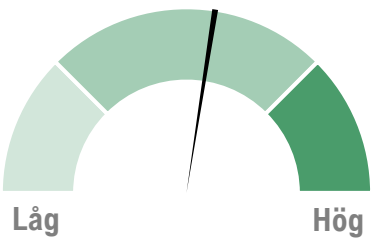
VD och ordförande

Verkställande Direktör	Walker Kinman
Styrelseordförande	Petter von Hedeberg

Analytiker

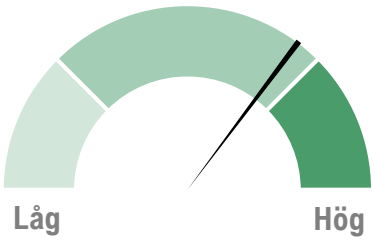
Namn	Erik Vide
Telefon	+46 (0)701 77 15 22
E-mail	erik.vide@analystgroup.se

Värdedrivare



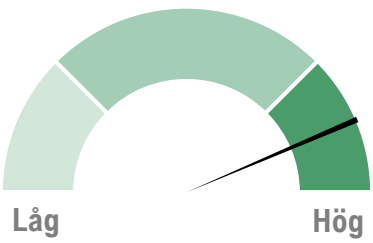
Cheffelo förväntas fortsatt visa på aktieägarvärde genom tillväxt med höga inkrementella marginaler. En fortsatt ökning av EBIT estimeras till 23 % år 2026 och 24 % år 2027. En utdelningshöjning på över 100 % förväntas annonseras i Q4, sett till kassan på 134 MSEK och de minskande kraven på rörelsekapital. Givet Bolagets starka omsättning förväntas säsongsvariation i lönsamheten minska framgent.

Lönsamhet



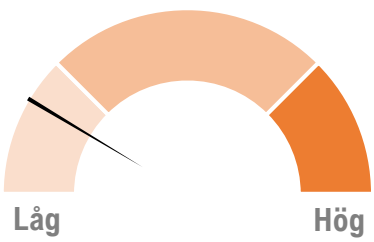
Bolagets EBIT-marginal uppgick under år 2025 till 6,2 %. Den inkrementella EBIT-marginalen för samma period bedöms samtidigt vara 16,1 % högre, vilket indikerar en betydande potential för marginalexpansion. Dessutom har Bolaget en stark kassa-konvertering då det fria kassaflödet under år 2024 var 111 % av EBIT, drivet av låga CAPEX-behov. Betyget är baserat på historiska siffror och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Walker Kinman (VD) äger 2,7 % av kapitalet, samtidigt som Petter von Hedenberg (styrelseordförande) äger 12,6 % av de utestående aktierna. Styrelse och ledning äger tillsammans 25 % av kapitalet och bedöms ha rätt kompetens, vilket ingjuter förtroende för att skapa fortsatt aktieägarvärde. Cheffelo har en historik av att exekvera på, och nå, de finansiella målen som presenteras, där det senaste höjdes i förtid.

Risk



Cheffelos största risk är en avtagande omsättningstillväxt. eftersom ökade volymer är den främsta drivaren till marginalexpansion. Bolaget erbjuder en premiumtjänst, vilket är mer gynnsamt i en bättre konjunktur, vilket BNP-estimat stödjer för den estimerade perioden. Samtidigt verkar Bolaget i en defensiv bransch, livsmedel, vilket stödjer fortsatt efterfrågan oavsett konjunkturläge.

Kommentar Q3-rapport

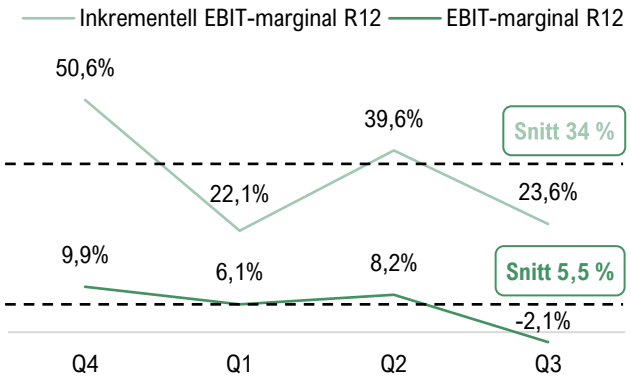
Den 5 november 2025 publicerade Cheffelo rapporten för årets tredje kvartal. Denna visar en kraftigt accelererande omsättningstillväxt, samt ett mindre minusresultat i det säsongsmässigt förlustbringande kvartalet.

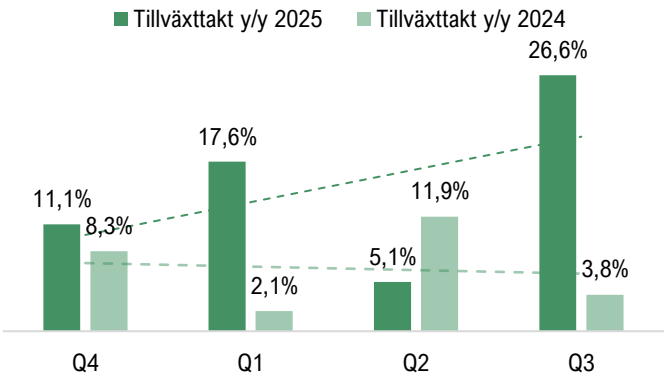
Lyckade marknadsföringskampanjer och en stark norsk konsument driver tillväxt

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 266,4 MSEK (216,0), motsvarande en tillväxt om 23,3 %, justerat för valutaeffekter uppgick ökningen till 26,6 %, drivet av den svenska kronans appreciering gentemot den norska. Den starka tillväxten förklaras bland annat av lyckade marknadsföringsinitiativ, där samarbetet med American Express genom SAS Eurobonus lyfts som drivande, vilket är ett kostnadseffektivt sätt att marknadsföra tjänsten utan att använda sig av rabatter för kundanskaffning. Ytterligare bidragande till den starka tillväxten var verksamheten i Norge, där Bolaget växte 36 % mot jämförelsekvartalet och som nu utgör över 50 % av intäktsbasen.

Accelererande tillväxt synliggör den operativa hävstången

Markant högre inkrementell marginal visar marginalpotentialen





Den operativa hävstången minskar förlusterna

EBIT-resultatet uppgick under kvartalet till -5,3 (-17,2) MSEK, vilket är en tydlig lönsamhetsförbättring. EBIT-resultatet är en konsekvens av marknadsföringsdynamiken inom matkassar, där kampanjer riktas mot specifika tidpunkter. Under Q3 ligger ”back to school”-säsongen, det största fönstret för marknadsföring inom branschen. Marknadsföringskostnader som procent av omsättning minskade dock 14,4 % (19,1 %) under kvartalet, drivet av mer kostnadseffektiva intiativ såsom samarbetet med American Express. Samtidigt uppgick den inkrementella EBIT-marginalen för kvartalet till 23,8 %, vilket synliggör den operativa hävstången i affärsmodellen.

Ändringar i prissättning drev förändrade kundbeteenden och högre råvarukostnader

Efter att Cheffelo gjorde förändringar i prissättningslogiken för att minska friktion ändrades kundbeteenden oväntat drastiskt. Beställningar av tidigare premiummåltider växte, vilket ökade råvarukostnader till 49,8 % av omsättningen (47,6 %), vilket medförde att Bolaget reviderade målet om över 31 % marginal efter hanteringskostnader, till att nu beräknas landa inom spannet 30-31 %. Cheffelo har nu implementerat reverserat delar av ändringarna i prissättningen för att marginalen efter hanteringskostnader ska återhämta sig under år 2026.

Kommentar Q4-trading update

Den ovanligt starka tillväxten under Q3 dämpades i Q4, men Bolaget uppvisade fortsatt en nettoomsättningstillväxt om 9,1 %, vilken justerad för valuta uppgick till 12,6 %, trots en mindre leveransvecka än i jämförelsekvartalet. Höjdpunkten var att EBIT-resultatet, trots kalendereffekten, ökade med 7,4 MSEK, vilket gjorde att EBIT-resultatet för helåret uppgick till 73,5 MSEK, med en marginal om 6,2 %, vilket tydligt översteg guidningen som kommunicerades i Q3 år 2025 om 5,0-5,7 %. Bolaget inleder nu år 2026 med ett betydligare starkare momentum i affären än det som år 2025 inleddes med. Analyst Group estimerar i ett Base scenario en nettoomsättningstillväxt om 10 % för år 2026, och att EBIT-marginalen uppgår till 6,9 %, motsvarande ett EBIT-resultat om 90,3 MSEK.

Investeringsidé

Datadriven kundanskaffning driver accelererande tillväxt

Datadriven marknadsföring driver lönsam tillväxt

Cheffelo har under år 2025 uppvisat en tydligt accelererande tillväxt, driven av ett kraftigt ökat inflöde av nya kunder samt förbättrad orderfrekvens, särskilt i Norge men också i Sverige. Tillväxten anses främst vara drivet av ett strategiskt skifte mot mer effektiv och selektiv marknadsföring, där Bolaget i högre grad använder datadrivna digitala kanaler och partnerskap i stället för breda och rabattdrivna kampanjer.

Omställningen har möjliggjort ett historiskt högt kundinflöde samtidigt som sälj- och marknadsförings kostnader har minskat som andel av nettoomsättningen. Parallellt har fokus på kundlojalitet, tydligare värdeerbjudanden och optimerad prissättning stärkt livstidsvärdet per kund, synliggjort i att antalet aktiva kunder ökat från ca 70 600 år 2022 till 78 400 vid utgången av Q4 år 2025. Samtidigt har EBIT-marginalen stigit från negativ till 6,2 % för år 2025. Genom skiftet i sälj- och marknadsföringsstategin har effektiviteten förbättrats, vilket synliggörs i den höglönsamma tillväxten Bolaget nu driver.

Förbättrat konkurrenslandskap och starkare konsumentefterfrågan

Lönsamhetskrav skapar fördelaktig konkurrenssituation

Cirka 51 % av Cheffelos omsättning genereras i Norge, en marknad där konsumentefterfrågan tydligt har återhämtat sig. Under Q3 uppvisade Bolaget en tillväxt om 34 % i regionen, vilket speglar både förbättrat konsumentsentiment och Cheffelos starka position. Även den svenska konsumenten visar tecken på återhämtning, vilket syns i Bolagets starka tillväxttakt 2025 som uppgick till 12,3 %, samtidigt som att tillväxttakten för BNP förväntas mer än dubblas år 2026, med en tillväxtökning om 1,6 % 2025 till 3,5 % 2026.

Samtidigt har konkurrenssituationen förändrats. Branschen har i ökande grad fokuserat på lönsamhet snarare än tillväxt, där Hellofresh, som är Cheffelos största konkurrent, har minskat sina marknadsförings-investeringar i linje med ett skiftat strategifokus. Cheffelo har investerat i utbudet för att erbjuda starkare värde mot kund, vilket skapat gynsamma förutsättningar för att vinna ytterligare marknadsandelar. Detta kan observeras i den accelererande tillväxttakten i Q3 år 2025 som delvis förklarades av omstrukturerad prissättning för premiummåltider. Analyst Group förväntar sig att den nuvarande fördelaktiga konkurrenssituationen väntas fortsätta utifrån ett antagande om att inga fler marknadsutmanare söker sig till sektorn, samtidigt som konkurrenten Hellofresh fortsatt visar på lönsamhetsproblem. Därutöver bedömer Analyst Group att det finns sannolikhet för konsolidering eller nedläggning av satsningar från mindre spelare som inte når en tillräcklig skala för att driva lönsamhet. Branschen präglas av höga inträdes-barriärer, vilket stärker vår tro om en fortsatt fördelaktig konkurrenssituation för Cheffelo.

Betydande operativ hävstång vid volymtillväxt

Cheffelos affärsmodell uppvisar en tydlig operativ hävstång, där ökade volymer ger en betydande hävstångseffekt på lönsamheten. Större inköpsvolymer möjliggör mer fördelaktiga villkor för råvaror och handelsvaror, samtidigt som logistik- och fraktkostnader kan fördelas över ett större antal levererade matkassar. Därtill kännetecknas kostnadsbasen av en hög andel fasta kostnader inom administration och lönekostnader, vilket innebär att omsättningstillväxt i hög grad faller ned på sista raden. Vidare har det genomsnittliga ordervärdet ökat från 791 SEK 2022 till 870 SEK på R12, vilket resulterat i förbättrad marginal per kasse. Bolaget har dessutom accelererat agendan för att öka det genomsnittliga ordervärdet genom att möjliggöra tillägg av basvaror såsom mjölk och ägg, för att kunna sprida den fasta kostnadsbasen över mer volym.

Den inkrementella EBIT-marginalen för år 2025 uppgick till 24,5 %, vilket illustrerar hur varje adderad omsättningskrona genererar en hög inkrementell lönsamhet. Bolaget har fortsatt ett starkt tillväxt-momentum, vilken för helåret 2025 uppnådde 12,3 %. Analyst Group prognotiserar att nettoomsättningen växer med en CAGR om 9,3 % från år 2025 till år 2028 och att EBIT, utifrån den höga inkrementella lönsamheten, växer med en CAGR om 22,9 %, för att nå ett EBIT-resultat om 136,8 MSEK år 2028.

Tillväxt blir nyckeln framgent

Investeringscaset i Cheffelo bygger på att nettoomsättningen fortsätter växa med höga ensiffriga siffror. Avtar tillväxttakten och istället växer med en CAGR om 6 % estimeras marginalökningen bli mindre, utifrån att skalfördelarna enbart minskar rörelsekostnaderna som % av nettoomsättningen med 0,2 p.e, till skillnad från vårat Base scenario, där tillväxten medför att EBIT-marginalen växer från 6,2 % till 8,8 %.

Bolagsbeskrivning

4
Varumärken

Adams.

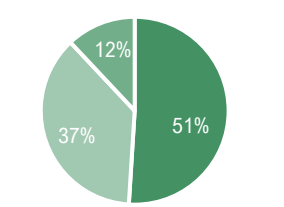
Godt Levert

LiNAS

RETNEMT MÅLTIDSKASSER

Decentraliserad modell men med central logistik

Nettoomsättning per land



Cheffelos verksamhet är inriktad på utveckling, produktion och distribution av prenumerationsbaserade matkassar och närliggande måltidslösningar i Norden. Erbjudandet omfattar receptutveckling, inköp av råvaror, portionsplanering samt logistik och hemleverans till konsument. Intäkterna genereras genom återkommande prenumerationer från privatkunder, där Bolaget erbjuder ett brett sortiment av matkassar anpassade efter olika behov såsom familjer, singelhushåll, vegetariska alternativ och hälsoprofilering.

Affärsmodellen bygger på starka lokala varumärken som behåller företagsidentitet och kundrelation på respektive marknad, samtidigt som Cheffelo tillhandahåller gemensamma funktioner inom inköp, IT, dataanalys, produktutveckling och hållbarhet. Denna struktur möjliggör skalfördelar, kostnadseffektivitet och snabb innovation, samtidigt som närheten till kund bibehålls. Koncernen arbetar datadrivet med fokus på kundlojalitet, optimering av sortiment och minskat matsvinn genom noggrann efterfrågeprognostisering och effektiv planering.

Cheffelos organisation är utformad att kombinera central strategisk styrning med lokalt operativt ansvar. Ledningen har ett nära samarbete med de operativa teamen på respektive marknad, vilket möjliggör snabba beslut och anpassning till förändrade konsumentbeteenden. Genom kontinuerliga investeringar i digitala plattformar, logistiklösningar och hållbarhetsinitiativ strävar Cheffelo efter att stärka marknadspositionen som en ledande aktör inom hållbara måltidslösningar. Bolaget opererar utifrån grundmottot att ”lösa middagen bäst”, där positioneringen är mot premiumsegmentet av marknaden, det ska inte vara billigast, utan vara bekvämast, enklast och godast. Detta antas göra Cheffelo mindre känsliga för konjunkturscykler, vilket Bolaget bevisade i det utmanande konjunktursläget år 2024 genom att växa 5,8 %.

Bolaget är geografiskt starkast i Norge, som står för över hälften av intäkterna. Marknaden är i princip ett duopol mellan Cheffelo och Hellofresh, samtidigt som konsumentförtroendet i Norge är starkast i Norden, något som har skapat förutsättningar för den accelererande tillväxten om 14 % under de första niomånderna år 2025. I Sverige är marknaden mer fragmenterad, men Cheffelo är den klara tvåan, med en estimerad marknadsandel om 24 % per Q3 år 2025. Likt den norska marknaden har konsumentfötroendet i Sverige börjat återhämta sig, vilket stärks av att BNP-tillväxten väntas accelerera under år 2026. I Danmark går ekonomin sämre, samtidigt som marknaden är mer konkurrensutsatt, vilket resulterat i svagare tillväxt. Bolaget har sedan årsskiftet sänkt priserna i Danmark och höjt i Sverige och Norge baserat på de olika marknadsklimaten.

Sammantaget bedöms Cheffelo vara en lönsam aktör i en bransch som kännetecknas av svaga marginaler. Bolaget har en beprövad och skalbar affärsmodell, samt en ledning som sedan genomförd turnaround konsekvent levererat i linje med kommunicerade mål. Under år 2025 har Cheffelo återtagit tillväxtmomentum och förväntas dessutom gynnas av en gradvis förbättrad konjunktur framöver.

	Norge	Sverige	Danmark
Varumärken	Adams. Godt Levert	LiNAS	RETNEMT MÅLTIDSKASSER
Marknadsandel	44 % Duopol	24 % Näst störst	7 % Fragmenterat
FX-justerad tillväxttakt y/y (Q3 25)	39 %	18 %	9 %

Covid och post-covid utveckling

Branschen prognotiserad att växa med 8,8 % fram till år 2033

Markanden för meal-kits har genomgått en ”boom and bust-cykel”. Kapital flödade in till denna sektor under pandemin, då konsumentbeteendet tydligt förändrades och efterfrågan ökade för hemlevererat. Konsensus i branschen var då att satsa på tillväxt oavsett kostnad för att fånga störst antal kunder. När restriktioner försvann och samhället återgick till ett normalläge blev det tydligt att den accelererande efterfrågan för matkassar inte var en strukturell förändring i kundbeteendet, vilket stärks av att marknaden mellan år 2022 och år 2023, enligt Statista, stagnerade. För helåret 2023 krympte både marknadsledaren Hellofresh med 0,1 % och Cheffelo med 7,6 %.

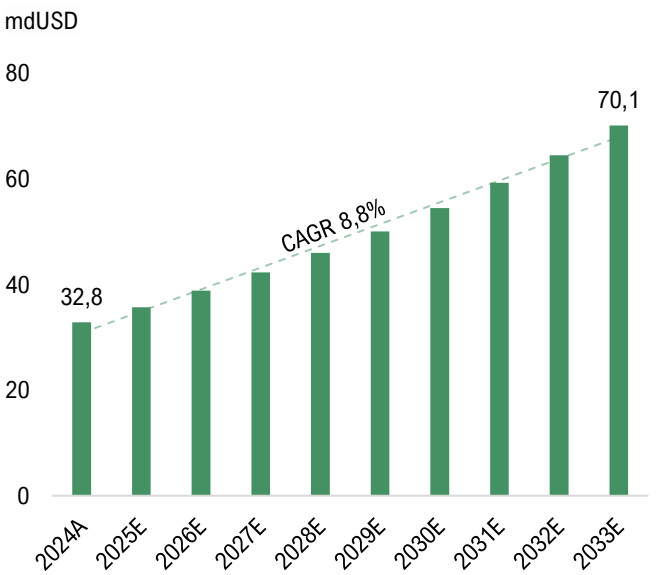
Växande bransch präglad av varierande lönsamhet

Fler aktörer riktar fokus mot lönsamhet

Branschen estimerades år 2024 vara värd 32,8 mdUSD och väntas växa med en CAGR om 8,8 % fram till år 2033, för att då vara värd 70,1 mdUSD enligt Grand View Research. Den skandinaviska marknaden estimerade Cheffelo år 2024 vara värd 5,1 mdSEK, givet detta skulle Bolaget inneha en marknadsandel om cirka 24 %. Lönsamheten och enhetsekonomierna i branschen är dock varierande. Cheffelo ställde om mot lönsamhet under år 2022, när Bolaget medvetet prioriterade kundkvalitét framför kvantitet. Som ett resultat föll omsättningen 22 % år 2022. Sedan dess har Cheffelo uppnått en EBIT-marginal om 6,2 % år 2025 och väntas växa omsättningen med 9 % från år 2026 till år 2028, styrkt av tillväxten om 12,2 % under år 2025.

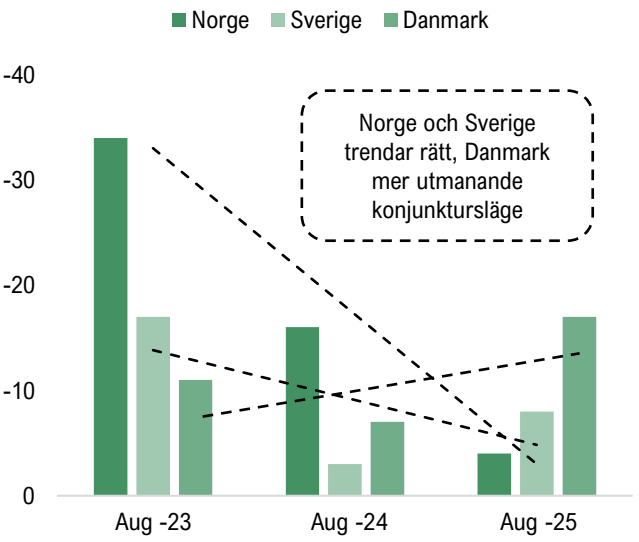
Globala marknaden för meal-kits

Estimerad att växa med 8,8 % CAGR perioden 2024-2033



Konsumentförtroende i kärnmarknader

Höga negativa tal visar starkt negativt konsumentförtroende



Premiumprodukt skapar säkerhetsmarginal i dåliga tider

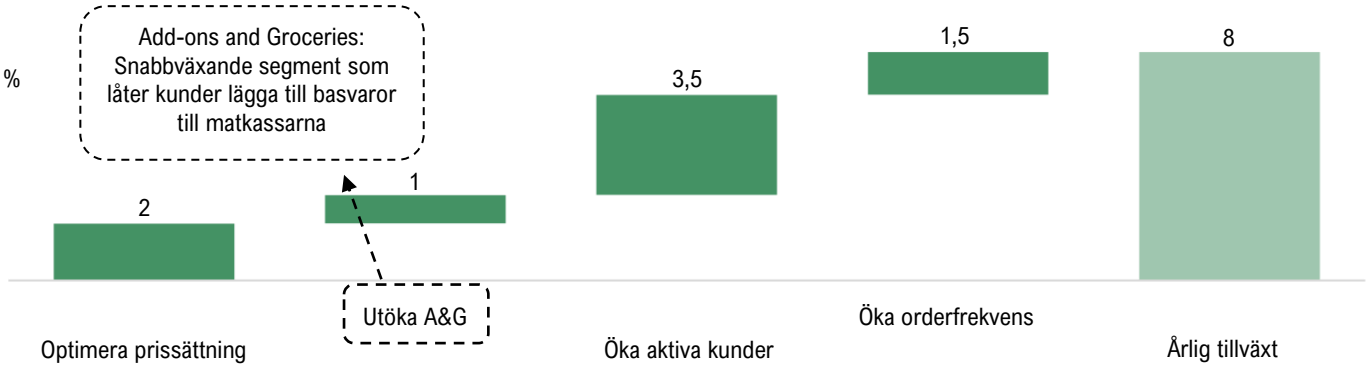
Matkassar utgör inte en lågpristjänst, utan erbjudandet bedöms vara attraktivt utifrån att det löser behovet av goda middagar på ett snabbt och smidigt sätt. Tjänstens premiumpositionering antas bidra till en större motståndskraft i svagare ekonomiska miljöer, där efterfrågan bedöms påverkas i mindre utsträckning. Detta speglas i att Cheffelo fortsatt uppvisar tillväxt i konjunktursmässigt svagare Danmark, samtidigt som starkare ekonomiska förhållanden i Norge stödjer en högre tillväxttakt.

Finansiell Prognos

Bolaget reviderade nyligen de finansiella målen, då målen för år 2026 redan ser ut att uppnås år 2025. I samband med detta bjöd Bolaget även in till kapitalmarknadsdagen som hölls under oktober, där drivarna bakom målet om 1,5 miljarder i omsättning år 2028 presenterades.

Mål	Gamla mål för år 2026	Nya mål för år 2028
Nettoomsättning	1,2 mdSEK	1,5 mdSEK
Tillväxttakt	6-8 %	7-9 %
Lönsamhet	4-6 % EBIT	7-9 % EBIT

Tillväxtdrivare för de nya finansiella målen



Nettoomsättningstillväxt

Nettoomsättningen växte under år 2025 med 12,2 %, främst drivet av fortsatt positivt momentum i affären, genom en stärkt nordisk konsument och mer effektiv marknadsföring. För år 2026 estimeras Bolaget växa från 1 188 MSEK till 1 307 MSEK, baserat på antagandet att den förbättrade marknadsföringsstrukturen och kundbeteendet bibehåller en god efterfrågan. Under perioden 2027–2028 estimeras tillväxten till 9 % årligen, grundat i en förbättrad konkurrenssituation.

Handelsvaror

Den största kostnadsposten, handelsvaror, bedöms vara tillfälligt förhöjd under år 2025 till följd av ovanligt höga råvarukostnader i samband med en marknadsföringskampanj under det tredje kvartalet. Efter genomförda prisjusteringar antas marginalen efter hanteringskostnader successivt återhämta sig från år 2026. Vidare estimeras en årlig marginalexpansion om ca 0,5 % under perioden 2026–2028, driven av estimerade volymökningar som ger bättre inköpsvillkor och fler matkassar per distributionstillfälle.

Sälj- och marknadsföringskostnader

Kostnader för sälj- och marknadsföring estimeras uppgå till 11,5 % av nettoomsättningen under år 2025, men antas uppgå till 11,8 % under den övriga prognosperioden utifrån den ovanligt höga effektiviteten genom AMEX-samarbetet.

Övriga rörelsekostnader

Övriga rörelsekostnader bedöms minska med 0,25 % per år som andel av omsättningen under prognosperioden. Antagandet baseras på att omsättningen förväntas växa utan motsvarande behov av utökade centrala funktioner inom administration, kundtjänst, HR och IT. Kostnadsposten estimeras växa från 115,8 MSEK år 2025 till 139,7 MSEK 2028, men att nettoomsättningen växer ännu snabbare, vilket gör att kostnadsposten år 2028 utgör 0,75 p.e mindre av nettoomsättningen.

EBIT-marginal

EBIT-marginalen estimeras expandera från 6,2 % år 2025 till 8,9 % år 2028, genom att de övriga rörelsekostnaderna utgör en mindre del av nettoomsättningen, samtidigt som kostnaden för handelsvaror normaliseras efter redan implementerade prisändringar.

Värdering

127,5 SEK
PER AKTIE
BASE SCENARIO

Värdering: DCF

En diskonterad kassaflödesmodell (”DCF”) har använts som värderingsmetod för att bedöma Cheffelos långsiktiga värde baserat på Bolagets estimerade framtida kassaflödesgenerering.

Värderingsantaganden och resultat

DCF-modellen bygger på en kapitalkostnad (WACC) om 10,7 %, vilket baseras på Cheffelos kapitalstruktur, där verksamheten finansieras med 83 % eget kapital och 17 % skuld, samt Bolagets storlek. Utifrån den förväntade långsiktiga inflationen och BNP-tillväxten, samt att marknaden växer, har 2 % använts som terminaltillväxt under perioden 2029-2035. Nuvärdet av de fria kassaflödena summeras till cirka 830 MSEK, medan nuvärdet av terminalvärdet uppgår till 696 MSEK. Detta ger ett totalt Enterprise Value om 1,526 MSEK. Justerat för nettokassan impliceras ett bolagsvärde om 1,660 MSEK, vilket motsvarar 127,5 SEK per aktie i ett Base scenario.

Framtida sammanställda kassaflödens diskonterade värde är 1 526 MSEK.

Sammanställning av DCF-värdering och kassaflödesanalys för Cheffelo

Sammanställning DCF-beräkning	2025E	2026E	2027E	2028E	2029-2035E
Nettoomsättningstillväxt	12,2%	10,0%	9,0%	9,0%	2,0%
EBITDA-marginal	9,6%	10,3%	11,0%	11,8%	11,8%
EBIT-marginal	6,2%	7,0%	7,9%	8,9%	8,8%
D&A som % av nettoomsättning	3,6%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%
Capex som % av nettoomsättning	2,5%	2,0%	1,9%	1,8%	2,8%
Rörelsekapital som % av nettoomsättning	1,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Nettoomsättning	1188 0	1306 8	1424 4	1552 6	1681 9
EBIT	73,5	90,3	112,1	136,8	150,2
Skattesats	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
NOPAT	**58,4**	**71,7**	**89,0**	**108,6**	**119,2**
(+) D&A	43,6	43,6	44,6	45,6	47,5
(-) Capex	30,0	26,1	27,1	27,9	23,4
(-) Förändring i rörelsekapital	-22,5	-19,6	-21,4	-23,3	-25,2
FCFF	**109,5**	**121,9**	**139,3**	**158,9**	**168,5**
Diskonterat fritt kassaflöde	21,3	88,7	94,2	99,5	75,2

DCF-värdering sammanfattning	
Nuvärde FCF (MSEK)	829,9
Nuvarande terminalvärde (MSEK)	696,3
Enterprise Value	1526,2
Nettoskuld	-134,0
Börsvärde	**1660,2**
NOSH (m)	13,0
Implicerad aktiekurs	127,5
Nuvarande aktiekurs	105,2
Implicerad DCF-uppsida	**21,2%**

Bull & Bear

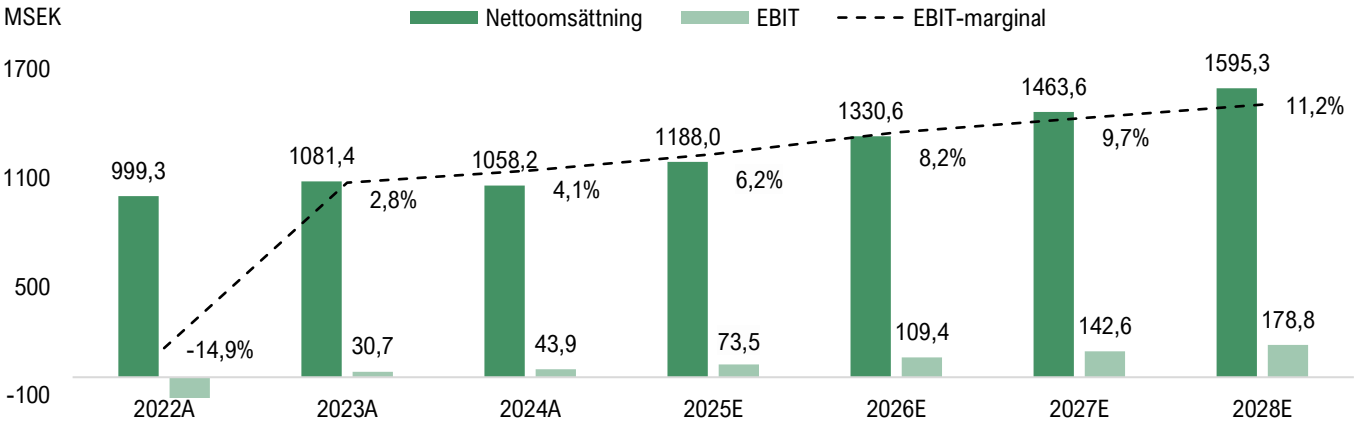
149,3 SEK
PER AKTIE
BULL SCENARIO

Bull scenario

I ett Bull scenario antas den nordiska marknaden utvecklas starkare än väntat och att Cheffelos operationella momentum från år 2025 fortsätter in i perioden 2026-2028. Dessutom gynnas Bolaget av ett förbättrat konkurrenslandskap utifrån inträdesbarriärer, samtidigt som Bolaget förväntas vinna fortsatta marknadsandelar från den största konkurrenten Hellofresh, som visar problem med att växa på grund av fokuset mot lönsamhet framför tillväxt. Effektiv kundanskaffning resulterar i ökande volymer, vilket i kombination med Cheffelos operativa hävstång driver en tydlig marginalexpansion från 6,2 % år 2025 till 11,2 % år 2028. I ett Bull scenario implicerar en DCF-värdering ett potentiellt pris per aktie om 149,3 SEK.

Fortsatt stark marknad där Bolaget vinner marknadsandelar

Nettoomsättning, EBIT och EBIT-marginal



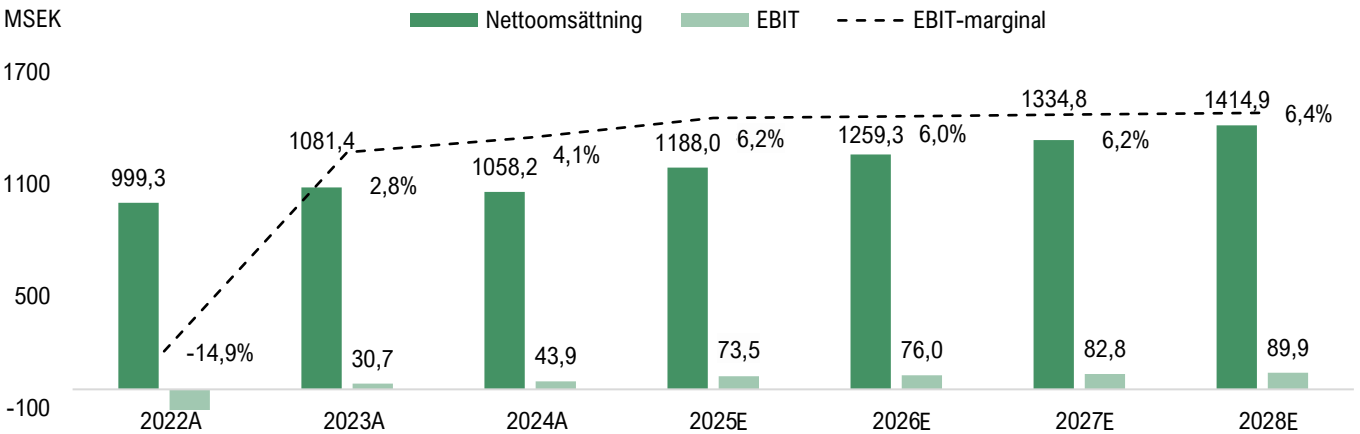
89,6 SEK
PER AKTIE
BEAR SCENARIO

Bear scenario

I ett Bear scenario antas marknaden för matkassar i Norden utvecklas svagare än väntat genom en svagare återhämtning avseende konsumentsentimentet. Ett svagare efterfrågeläge begränsar Cheffelos möjligheter att skala volymer i önskad takt, vilket minskar den operativa hävstången i affärsmodellen. Samtidigt antas konkurrensen tillta genom ökad marknadsaktivitet från etablerade aktörer och att den under 2025 varit artificiellt förbättrad av Hellofresh omställningsarbete. Sammantaget väntas detta bidra till en marginal-kontraktion år 2026 och begränsa den långsiktiga marginalexpansionen, där EBIT-marginalen utvecklas till 6,4 % år 2028, jämfört med Base scenariot om 8,9 %. Baserat på dessa antaganden indikerar DCF-värderingen ett värde per aktie om 89,6 SEK i ett Bear scenario.

Svagare marknad med en hårdnande konkurrenssituation

Nettoomsättning, EBIT och EBIT-marginal



Ledning & Styrelse

Walker Kinman, VD

Walker Kinman är verkställande direktör för Cheffelo. Han ansvarar för koncernens strategiska utveckling, tillväxt och övergripande resultat. Kinman har erfarenhet av ledande befattningar inom e-handel och konsumentnära verksamheter. Tidigare uppdrag inkluderar 14 år som konsult på WJK Strategic Consulting. Han har också varit CFO för Emric, Ignis, Syntune och Deutsche Telekom.

Aktieinnehav i Cheffelo: 346 240 aktier

Erik Bergman, CFO

Erik Bergman är finanschef för Cheffelo. I rollen ansvarar han för koncernens finansiella styrning, rapportering och kapitalstruktur samt stödjer verksamheten i strategiska och operativa finansiella frågor. Bergman har varit anställd på Cheffelo i 7 år och började som business controller. Han har tidigare varit controller på Norvida och Emric, samt redovisningsekonom på Esset ekonomi och Väsby redovisningsbyrå.

Aktieinnehav i Cheffelo: 63 883 aktier

Vibeke Amundsen, COO

Vibeke Amundsen är operativ chef (COO) för Cheffelo. Hon leder det operativa arbetet inom koncernen och ansvarar för att verksamheten bedrivs effektivt med fokus på kvalitet, skalbarhet och kundupplevelse. Hon har tidigare varit management konsult, samt haft två roller inom logistik och supply chain på Schneider Electric. Dessutom har Amundsen varit på Tine som director warehouse management och supply chain manageer för AS Vinmonopolet.

Aktieinnehav i Cheffelo: 55 000 aktier

Petter von Hedenberg, Styrelseordförande

Petter von Hedenberg är styrelseordförande i Cheffelo sedan 2023. Han är utbildad civilekonom vid Handelshøyskolen BI och har lång erfarenhet av entreprenörskap, bolagsbyggande och styrelsearbete. Utöver sitt uppdrag i Cheffelo är han arbetande styrelseordförande i Mood Holding samt vd i Angur Invest. Petter är en av grundarna av byråkoncernen Mood Gruppen och var även med och grundade Godtlevert.no, som idag är en del av Cheffelo.

Aktieinnehav i Cheffelo: 1 663 670

Ledning & Styrelse

Olle Qvarnström, Styrelseledamot

Olle Qvarnström är styrelseledamot i Cheffelo. Han har lång erfarenhet av ledande befattningar och styrelsearbete inom näringslivet och bidrar med strategisk kompetens och affärsmässigt perspektiv i styrelsens arbete. Han är dessutom privatinvesterare och har genererat hög avkastning på sitt kapital över en längre tidsperiod. Andra publika innehav är Fodelia och Envirologic.

Akteinnehav i Cheffelo: 779 581

Johan Kleberg, Styrelseledamot

Johan Kleberg är styrelseledamot i Cheffelo. Han har bakgrund inom bolagsstyrning och affärsutveckling och tillför erfarenhet av långsiktigt värdeskapande, strategi och ägarfrågor. Kleberg är styrelsemedlem i Karla Frukt, Bookbinders Design, Ingrid och Insjöns Väveri. Tidigare har han varit styrelseordförande i Matsmart, samt VD på Adilbris, C More och TV4.

Akteinnehav i Cheffelo: 2 000

Kajsa Knapp, Styrelseledamot

Kajsa Knapp är styrelseledamot i Cheffelo. Hon har erfarenhet av konsumentnära verksamheter och organisationer i tillväxtfaser och bidrar med kompetens inom strategi, ledarskap och hållbar affärsutveckling. Exempel på tidigare uppdrag är konsult på PWC.

Akteinnehav i Cheffelo: 9 914

Catherine Sahlgren, Styrelseledamot

Catherine Sahlgren är styrelseledamot i Cheffelo. Hon har bred erfarenhet från näringslivet och styrelsearbete och tillför ett strukturerat och analytiskt perspektiv i styrelsens arbete. Hon sitter i styrelsen på både Speed International och Nordrest. Dessutom har hon tidigare varit VD på Teknikmagasinet, Euroseek, Werksta Group och Pressbyrån.

Aktieinnehav i Cheffelo: 1 500

Disclaimer

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer vara 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 frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG. Läsare kan anta att Analyst Group har mottagit ersättning för att framställa denna analysartikel.

AG Equity Research AB
Riddargatan 12B
114 35 Stockholm

Telefon: 08-410 112 15
E-post: info@analystgroup.se
Hemsida: www.analystgroup.se

Org.nr: 556999–0939

Analyst Group är ett växande analyshus med fokus på små- och microcap-bolag i Sverige. Sedan vår start år 2014 har vi utvecklat en djupgående kunskap och erfarenhet av att analysera och erbjuda aktieanalyser, samtidigt som vi hjälper företag att förbättra sina investerarrelationer för ökad förståelse och transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.