

Stark position för lönsam tillväxt

Refine Group AB ("Refine", "Koncernen" eller "Bolaget") är en nordisk förvärvsdriven koncern med åtta dotterbolag idag inom affärsområdena *Products* och *Digital Services*, däribland nischade marknadsledare inom och specialiserade tjänste- och mjukvarubolag. Refine har en historisk bevisad stark tillväxttakt under god lönsamhet, men där ett utmanande år 2023 bidrog till en låg lönsamhet under samma år. Givet ett utökat fokus på att driva lönsamma affärer, vilket i kombination med signaler om en starkare konsumentmarknad, estimeras Refine återgå till lönsam tillväxt framgent. För år 2025 estimeras ett EBITDA-resultat om 36 MSEK och baserat på en EV/EBITDA-multipel om 7,9x, härleds ett potentiellt nuvärde om 3,5 kr per aktie i ett Base scenario.

▪ Omsättning i linje med estimat

Refines nettoomsättning uppgick till 79,1 MSEK under kvartalet, vilket konsoliderat motsvarar en tillväxt om 10 % Y-Y och 45 % Q-Q. Samtidigt ska det tilläggas att tillväxten delvis är ett resultat av vilka dotterbolag som är konsoliderade i Koncernens siffror, samtidigt som det andra kvartalet utgör ett säsongsmässigt starkt kvartal för Koncernen, varför jämförelsebara perioder bör beaktas med försiktighet. Sett till omsättningen för de senaste tolv månaderna (LTM) för de operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma) uppgår omsättningen till cirka 261 MSEK, vilket kan jämföras med helåret 2023 om 262 MSEK (proforma) och är i linje med Analyst Groups estimat.

▪ Uppvisar positivt EBITDA-resultat

Under Q2-24 uppgick Refines bruttomarginal till 39 %, där Refine uppvisar en viss fluktuation i bruttomarginalen kvartal till kvartal, i synnerhet förklarad av vissa säsongsvariationer. Refine uppvisar ett positivt EBITDA-resultat under kvartalet, där EBITDA-resultatet uppgick till 2,1 MSEK (-1,1), motsvarande en EBITDA-marginal om 3 %. Därutöver har bland annat lageroptimering bidragit till ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten om 8,4 MSEK, vilket sammantaget tyder på en succesiv återgång mot en förbättrad operativ position och en stegvis återgång mot en normaliserad lönsamhet i Koncernen. Utifrån proforma för de helägda operativa dotterbolagen inom Koncernen LTM uppgick EBITDA-resultat till cirka 3 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 1 %.

▪ Mindre justeringar i våra estimat

Trots fortsatta utmaningar inom marknaden har Refine rapporterat ett solitt kvartal. Refine har förbättrat den operativa positionen för dotterbolagen att driva lönsamma affärer, samtidigt som en ökad köpkraft hos konsumenterna stegvis förväntas öka efterfrågan, vilket sammantaget förväntas bidra till att Refine successivt kan återgå till en historisk tillväxttakt och normaliserade lönsamhetsnivåer. Analyst Group har valt att göra mindre justeringar i våra estimat, där en stegvis förbättrad makromiljö förväntas öka efterfrågan och i takt med att strategiska aktiviteter implementeras, räknar vi med en något högre tillväxttakt framgent.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,6 kr

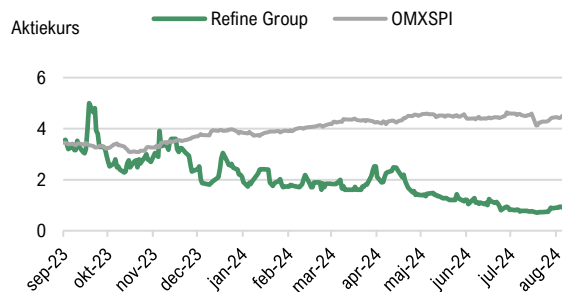
Base
3,5 kr

Bull
5,6 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-09-03)	0,74
Antal Aktier (st.)	67 509 765
Market Cap (MSEK)	50,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	32,3
Enterprise Value (MSEK)	82,5
Lista	First North Stockholm
Kvartalsrapport 3 2024	2024-11-08

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Vestona AB	10,8 %
David Wallinder	7,6 %
Noel Abdayem	6,3 %
Redlake Holding Ltd	5,8 %
Modelio Equity	5,3 %

Prognoser (MSEK)	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	261,6	261,0	280,8	345,9	415,3
Bruttokostnader	-150,9	n.a.	-161,6	-192,5	-225,7
Bruttoresultat	110,7	n.a.	119,2	153,4	189,6
Bruttomarginal (adj.)	42,3%	n.a.	42,5%	44,3%	45,6%
Rörelsekostnader	-124,5	n.a.	-107,3	-117,6	-136,4
EBITDA	-13,8	3,0	12,0	35,8	53,1
EBITDA-marginal (adj.)	-5,3%	1,1%	4,3%	10,3%	12,8%
P/S	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	-6,0	27,5	6,9	2,3	1,6

¹ Utgör konsoliderade siffror från årsredovisning 2023.

² Utgör proforma redovisning, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen tolv månaderna och exkluderar Koncernens overhead-kostnader.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
VD-intervju	3
Kommentar Q2-24	4-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-18
Värdering	19-21
Bull & Bear	22
Ledning & Styrelse	23
Appendix	24-26
Disclaimer	27

OM BOLAGET

Refine är en koncern som äger, bygger och förädlar varumärken inom digital handel. Refine är uppdelat i två affärsområden: *Products* och *Digital Services*. Affärsområdet *Products* består av varumärkesbolag som säljer produkter inom tre segment direkt till konsumenter, huvudsakligen via egen e-handel, samt via utvalda återförsäljare och egenägda fysiska butiker. Affärsområdet *Digital Services* består av Refines tjänstebolag som levererar digitaliseringstjänster till företagskunder som siktar på att bli framgångsrika inom den digitala handeln. Refine är noterat på First North Stockholm via ett omvänt förvärv under våren 2023.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör David Wallinder

Styrelseordförande Luca Di Stefano

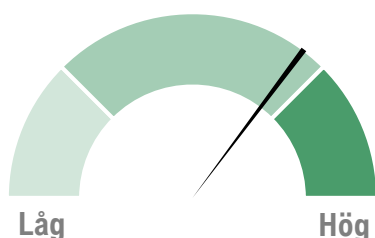
ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon +46 703 36 33 84

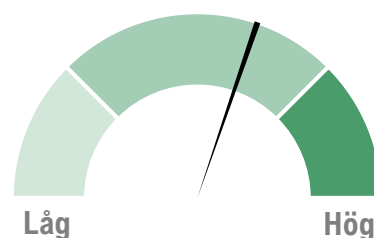
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



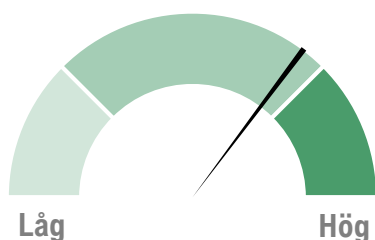
Refine Group upplevde ett utmanande marknadsklimat under år 2023. Analyst Group anser att Refine har byggt upp en stark position, där flertalet varumärken, däribland Gasoltuben som förväntas stå inför stark tillväxt återigen, vilket estimeras utgöra värde drivare både på kort och lång sikt. Noterbart är därutöver Bolagets uttalade strategi att expandera geografiskt inom Norden samt Europa. Samtidigt är hushållens köpkraft svag och givet en marknadsåterhämtning förväntas Refine få betydande medvind.

Lönsamhet



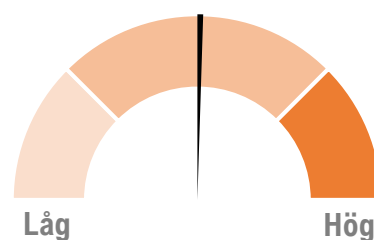
Historiskt har Refines underliggande helägda dotterbolag uppvisat en god lönsamhet med EBITDA-marginaler uppgående till närmare 16 %. Konsoliderade siffror följt av en utmanande marknad under år 2023 uppvisade Refine en marginell lönsamhet under helåret 2023 och LTM, med en EBITDA-marginal om 0 % respektive 2 % (baserat på konsoliderade siffror). Refine estimeras successivt stärka lönsamheten till historiska nivåer. Betyget baseras på historisk prestation och är därför inte framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Ledningen och styrelsen består av ett erfaret team, vilka bedöms besitta rätta kvalifikationer för att framgångsrikt navigera inom marknaden för digital handel. David Wallinder, grundare och VD för Refine, har lång och gedigen erfarenhet som entreprenör, och utgör även Bolagets enskilt största aktieägare, vars aktieinnehav uppgår till 7,6 %, vilket ingjuter förtroende för att skapa aktieägarevärde framgent.

Risk



Refines kassa uppgick vid utgången av Q2-24 till ca 19,1 MSEK, där soliditeten uppgick till 56 %. Under kvartalet har Refine genomfört en riktad emission, vilken tillförde bolaget cirka 19 MSEK före transaktionskostnader. Emission genomfördes i syfte att stärka Koncernens balansräkning, där nettolikviden användes som del för att refinansiera befintlig skuld. Därmed har Refine stärkt Bolagets kapitalstruktur, vilket har bidragit till en minskad nettoskuld och lägre räntekostnader framgent.



Trots en fortsatt svag marknad uppvisar ni under det andra kvartalet en omsättning om 79 MSEK och ett EBITDA-resultat om 2 MSEK. Hur skulle du vilja summera detta kvartal?

Ett kvartal där vi fortsätter att fokusera på att ta lönsamma affärer och åter redovisar lönsamhet. Vi ser hur en hel del av våra strategiska aktiviteter börjat bära frukt, och att marknaden börjat se något bättre ut efter flera tuffa kvartal. Det ger förutsättningar att framåt fortsätta att stärka gruppens marginaler och fortsätta att öka lönsamhet för att normalisera mot mer historiska nivåer.

Under slutet av kvartalet invigdes Gasoltubens nybyggda logistikanläggning, vilket kommer främja effektivisering och optimering kring lager och logistik. Kan du berätta lite mer om den senaste tidens utveckling inom Gasoltuben, samt vad den nya logistikanläggningen kan bidra med framgent?

Mycket kul att färdigställa den nya anläggningen efter branden som skedde i mitten av 2023 - som med digitaliserade processer och nya verktyg kommer att effektivisera arbetet med lager och logistik framåt. Det kommer även att hjälpa oss driva högre kundnöjdhet samt hjälpa oss när vi framöver expanderar verksamheten till fler marknader, och växer vårt produktsortiment ytterligare. Det ger oss en plattform som fler bolag i gruppen potentiellt kan nyttja i framtiden för att nyttja ytterligare synergier kring lager/logistik.

Under året har ni haft ett fokus på strategiska aktiviteter för att positionera koncernbolagen för ytterligare tillväxt. Kan du berätta lite mer om ert strategiska arbete, samt hur det ska bidra till att öka tillväxttakten och marginalerna framgent?

Vi fokuserar en rad områden för att fortsätta att växa gruppen, där ett breddat/förbättrat sortiment av produkter och tjänster, en ökad operationell effektivitet bland våra bolag samt expansion genom internationalisering och fler försäljningskanaler är viktiga delar. Vi fortsätter att driva synergier i vårt så kallade "ekosystem" av funktioner i gruppen. Exempel från kvartalet innefattar skalfördelar (som ett nytt förbättrat ramavtal med Klarna) samt teknik (som framtida plattformbyte i Folkhemmet för att optimera e-handeln och förbättrad BI) men även arbete med att öka mängden egna varumärken i gruppen där Folkhemmet som ett exempel ser stora möjligheter att fortsätta expandera sin marginal med fortsatt ökande försäljning av de egna varumärkena.

Vad blir, enligt dig, viktigt för befintliga såväl som potentiella investerare i Refine att följa under kommande kvartal?

Fortsatt ökande EBIT(D)A-lönsamhet (mot fjolåret) är ett viktigt mått för att bekräfta att vi gör rätt saker och därmed fortsätter att återställa gruppens lönsamhet. Vi har under ett flertal kvartal fokuserat helhjärtat på att driva lönsamhet i en utmanande marknad genom att försöka ta affärer med vettiga marginaler samt reducera kostnader. Men i takt med en minskad nivå av lagerbindning på marknaden, minskade marknadsföringskostnader och ökad konsumtionsvilja/efterfrågan (i kombination med de strategiska aktiviteterna) ska vi även driva en organisk tillväxt i paritet med historiska nivåerna i gruppen för att öka lönsamhet inte bara genom marginalförbättringar och kostnadsreduceringar utan också genom fortsatt volymtillväxt.

Den 4 september 2024

"Refine Group, en varumärkesgrupp med digitalt fokus, har trots en fortsatt utmanande marknad levererat en stark delårsrapport för det andra kvartalet, vilken visar på flertalet positiva datapunkter. Dotterbolaget Gasoltuben fortsätter att stärka dess ledande position på den nordiska marknaden inom gasolprodukter genom ökad försäljning på de utländska marknaderna. Den nya logistikanläggningen förväntas också ligga till grund för fortsatt expansion och en effektivare lager- och logistikprocess, vilket förväntas ge synergieffekter inom hela Koncernen.

Därutöver visar Koncernen på en lönsamhet under kvartalet, vilket ska ses i ljuset av den utmanande marknaden under helåret 2023 och inledning av år 2024, där Refine uppvisade ett positivt EBITDA-resultat om 2,1 MSEK, samt där lageroptimering bidrar till ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten om 8,4 MSEK. Sammantaget tyder delårsrapporten på en succesiv återgång mot en förbättrad operativ position och en stigande efterfrågan på marknaden, samt bekräftar ett steg mot en normaliserad lönsamhet i Koncernen.

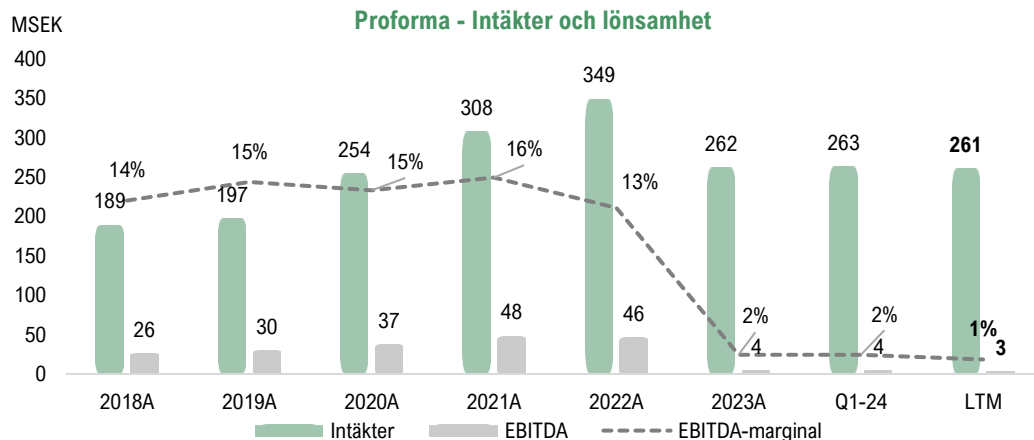
Genom fortsatt framgångsrik implementering av strategiska aktiviteter, såsom breddat sortiment, ökad effektivitet genom optimering och automatisering, samt internationell expansion av Koncernens varumärken, förväntas Refine vinna marknadsandelar och öka den lönsamma tillväxten framgent, där Koncernen även förväntas få ytterligare medvind av en succesivt köpstarkare konsument.", säger ansvarig analytiker på Analyst Group.

Nettoomsättningen i linje med estimat – uppgick till 79 MSEK

För det andra kvartalet år 2024 uppgick nettoomsättningen till 79,1 MSEK, vilket motsvarar en konsoliderad tillväxt om 10 % Y-Y. Nettoomsättningen under motsvarande period föregående år (Q2-23) uppgick till 72,0 MSEK under föregående år. Dock ska det tilläggas att den jämförelsebara perioden föregående år (Q2-23) är påverkad av dels transaktioner som bildade Koncernen Refine, där förvärvstidpunkten redovisningsmässigt är satt till månadsskiftet maj/juni år 2023 då Ecomm Holding konsoliderades (Gasoltuben och Skogstrollen), dels har dotterbolag avyttrats sedan bildandet av Koncernen Refine Group, däribland iPhonebutiken (Skogstrollen) och tillgångarna från C3 Scandinavian Lifestyle, vilket påverkar jämförbarheten mot Q2-23. Sett till omsättningen för de senaste tolv månaderna (LTM) för de operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma) uppgår omsättningen till 261 MSEK, vilket är i linje med omsättningen under helåret 2023 om 262 MSEK (proforma), vilket likväl är i linje med Analyst Group estimat. Sett till den konsoliderade omsättningen LTM (Q2-23 – Q2-24) uppgick den till cirka 290 MSEK.

Refines operativa dotterbolag har uppvisat en historiskt stark underliggande tillväxt under god lönsamhet

Intäkter, EBITDA och EBITDA-marginal för Refine proforma, justerat för Koncernens overhead-kostnader, 2018-LTM.



Källa: Refine och Analyst Group

Geografisk expansion för Gasoltuben

Refine Group är en varumärkesgrupp med ett digitalt fokus och är verksamma inom två affärsområden, vilka utgörs av Products och Digital Services. Refine särredovisar inte kontinuerligt exakt utveckling för affärsområdena eller dotterbolagen i Koncernen, men varumärkesportföljen inom affärsområdet Products är uppdelad i tre vertikaler: Beauty, Home och Lifestyle, där de största dotterbolagen inom affärsområdet utgörs av Folkhemmet och Gasoltuben. Utifrån delårsrapporten kan vi utläsa att Gasoltuben, som är verksam inom den nordiska marknaden för gasolprodukter, har ökat den utländska försäljningen och därmed fortsatt en geografisk expansion, vilket förväntas stärka Bolagets ledande position på den nordiska marknaden ytterligare.

Dessutom invigde Gasoltuben den 28 juni en nybyggd logistikanläggning som har varit under uppbyggnad sedan den tidigare kommunicerade branden år 2023. Den nya anläggningen, som även innehåller kontorsutrymmen och en butik som förväntas öppna i slutet av 2024, förväntas effektivisera lager- och logistikprocesser samt förbättra förutsättningarna för dotterbolagets fortsatta expansion.

Leveransproblem tyngde Folkhemmet trots tecken på högre efterfrågan

Under kvartalet har dotterbolaget Folkhemmet drabbats av leveransstörningar på grund av problem hos en av Koncernens större leverantörer av utemöbler. Detta har lett till att dotterbolaget inte har kunnat leverera det antal produkter som Folkhemmets kunder efterfrågat. Leveransproblemen har påverkat Folkhemmets försäljning negativt under kvartalet, vilket har resulterat i en minskning av försäljningen jämfört med motsvarande period föregående år. Problemet har i synnerhet drabbat försäljningen av utemöbler, där sommarmånaderna är säsongsviktiga. Refine har därför vidtagit åtgärder för att minska beroendet av denna leverantör för att därigenom minska risken för framtida leveransstörningar. Trots dessa problem upplever Folkhemmet tecken på en högre efterfrågan än tidigare, vilket bekräftas av e-handelsindikatorn (Svensk handel) för juni och juli 2024, där varukategorin möbler har visat en stark omsättningsutveckling under perioden januari–juli 2024 (68 %), vilket tyder på en stark återhämtning från den svaga utvecklingen i möbelhandeln under 2023. För att ytterligare optimera Folkhemmets e-handel har dotterbolaget, tillsammans med Lybe, påbörjat ett projekt för att byta e-handelsplattform. Målsättningen är att dra nytta av gruppens tekniska synergier, vilket förväntas optimera den digitala handeln inom Folkhemmet och möjliggöra tillväxt genom bland annat automatiseringar, business intelligence samt koncernrelaterade kostnadssynergier.

Utveckling av dotterbolag inom Digital Services

För dotterbolagen inom Refines affärsområde Digital Services är fokus fortsatt på att öka bruttovinsten för att nå högre marginaler inom affärsområdet. Detta sker genom att positionera dotterbolagen i skiftet mot ökad digitalisering och AI i digitala e-handelslösningar, samt genom att utveckla dotterbolagens tjänsterbjudande, vilket möjliggörs av fortsatt och accelererad nykundsanskaffning.

Positiv EBITDA-marginal

Under kvartalet uppgick Refines bruttomarginal till cirka 39 % (41 %), där den jämförelsebara perioden (Q2-23) inkluderade konsolideringen av Ecomm Holding, samtidigt som vissa dotterbolag har avyttrats, likt tidigare nämnt, vilket gör jämförelsen inte helt rättvisande. Det är också värt att notera att Refine har uppvisat en viss variation i bruttomarginalen kvartal till kvartal, vilket i synnerhet förklaras av säsongsvariationer. Dessutom har Folkhemmet haft leveransstörningar under kvartalet, vilket förväntas ha haft en påverkan på bruttomarginalen. Med ett minskat beroende från större leverantörer samt att Gasoltubens nya logistikanläggning nu är i drift förväntas Refine kunna nyttja koncernrelaterade synergier i större utsträckning för att effektivisera lager- och logistikprocesser, vilket bäddar för en stegvis förbättrad bruttomarginal framgent.

Under kvartalet uppgick EBITDA-resultatet till 2,1 MSEK (-1,1), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om cirka 3 %, vilket tyder på en succesivt stärkt lönsamhet och ett steg mot en normaliserad lönsamhet för Koncernen. Rörelsekostnaderna (exkl COGS och avskrivningar) uppgick till -28,7 MSEK, vilket kan jämföras mot föregående kvartal om 26,5 MSEK eller motsvarande period föregående år om 30,4 MSEK. Strax efter kvartalets utgång meddelade även Refine att Bolaget har fördjupat samarbetet med Klarna kring betalningslösningar för Koncernen. Genom ramavtalet som har tecknats med Klarna kommer befintliga dotterbolag i Koncernen att använda Klarnas tjänster som betalningslösningar, vilket förväntas bidra till kostnadsbesparingar. Om de nya betalningsvillkoren hade tillämpats för Koncernens volym under helåret 2023, hade kostnadsbesparing uppgått till 0,6 MSEK, där det ska tilläggas att besparingen är beroende av Koncernens volym som genereras via Klarna.

Utifrån proformaredovisningen för de helägda operativa dotterbolagen inom Koncernen LTM (Q3-23 – Q2-24) uppgick EBITDA-resultat till cirka 3 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om cirka 1 %, vilket kan jämföras mot helåret 2023 om 4 MSEK, med en EBITDA-marginal om 2 % och är därmed i nära linje med helåret 2023. Refine verkar dock fortsatt i ett utmanande marknadsläge med en låg köpkraft hos konsument, vilket bland annat bidrog till minskad lönsamheten under år 2023, samtidigt har Koncernen renodlats och strategiska initiativ har implementerats för att öka fokuset på lönsamma affärer istället för att driva volym i bekostnad av lönsamheten. I takt med att Koncernen strategiska aktiviteter implementeras och köpkraften hos konsumenterna kommer tillbaka, förväntas Refine kunna återgå till Bolaget historiska tillväxttakt samt stärkta rörelsemarginalerna.

Stärkt balansräkning genom riktad emission samt starkt kassaflöde

Vid utgången av Q2-24 uppgick kassan till 19,1 MSEK, vilket motsvarar en minskning om ca 4,5 MSEK jämfört med utgången av föregående kvartal om 23,6 MSEK. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till hela 8,4 MSEK, vilket är ett resultat av ökad lageroptimering och minskad kapitalbindning, där bland annat en minskning av kundfordringar och varulager har bidragit positivt till kassaflödet. Under kvartalet har Refine genomfört en riktad emission, vilken tillförde Bolaget cirka 19 MSEK före transaktionskostnader. Emission genomfördes i syfte att stärka Koncernens balansräkning, där nettolikviden användes som del för att refinansiera befintlig skuld. Genom Bolagets riktade emission och refinansiering har Koncernens största banklån minskat från 41,7 MSEK till 15 MSEK, vilket bidrar till att sänka Refines skuldsättning och räntekostnader, som följaktligen förbättrar Bolagets kassaflöde. Vid kvartalets utgång uppgick Refines soliditet till cirka 56 %, vilket innebär att soliditeten har stärkts från 51 % vid utgången av föregående kvartal (Q1-24).

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Refine har levererat en stark rapport med en omsättning i linje med våra estimat. Trots en utmanande marknad, inom båda affärsområdena, anser vi att flertalet positiva ljuspunkter går att urskilja från kvartalet, vilket tyder på att Refine dels förbättrar den operativa positionen för dotterbolagen att driva lönsamma affärer, dels en återhämtning av marknaden, där en ökad köpkraft hos konsumenterna stegvis kan öka efterfrågan, vilket sammantaget förväntas bidra till att Refine kan successivt återgå till en historisk tillväxttakt och normaliserade lönsamhetsnivåer. Samtidigt väljer vi att betona att Refine fortfarande verkar i en utmanande marknad där hushållens svaga köpkraft är ett återkommande tema bland marknadens branschaktörer. Trots att marknadsläget fortsatt utgör ett orosmoment på kort sikt, finns flera positiva tecken på en successiv återhämtning av marknaden, där bland annat tydliga signaler från Riksbanken om eventuella räntesänkningar förväntas stärka hushållens köpkraft. Dessutom har Refine stärkt dotterbolagens operativa position för lönsam tillväxt, och med en marknadsåterhämtning kan Refine få betydande medvind.

Överblick över Refine Groups Q2-rapport

Nettoomsättning, tillväxt Y-Y, bruttomarginal och utgående kassa Q2-24 och LTM¹.



¹ Utgör proforma redovisning, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen tolv månaderna och exkluderar Koncernens overhead-kostnader.

12 %
GENOMSnittlig
EBITDA-MARGINAL
(2018-2023)

Historiskt stark tillväxttakt och god lönsamhet

Refine är en nordisk varumärkesgrupp med totalt åtta dotterbolag inom affärsområdena *Products* och *Digital Services*. Refine noterades via ett omvänt förvärv under H1-23 och som koncern har Refine en relativt kort finansiell historik, men sett till underliggande operativa dotterbolag har vardera bolag en lång finansiell historik, vilka visar på en stark underliggande tillväxttakt och god lönsamhet. Refines operativa dotterbolag har på proforma-basis uppvisat en årlig genomsnittlig tillväxttakt (CAGR) om 13 % under de senaste sju åren (2016-2023), där det ska tilläggas att helåret 2023 uppvisade en minskning om 25 % (proforma), till viss del förklarad av utmaningarna i marknaden. Justerat för helåret 2023 har Refine som koncern på proforma-basis uppvisat en CAGR om 26 % (2016-2022). Refine har dessutom uppvisat en lång historik av god lönsamhet och har under senaste fem åren uppvisat en genomsnittlig EBITDA-marginal om 12 %. Därutöver har Bolaget arbetat med att positionera dotterbolagen för att utvinna synergier samt vinna marknadsandelar, normalisera marginalerna och således stärka den långsiktiga lönsamheten i takt med ett förbättrat marknadsklimat, med en starkare köpkraft bland konsumenter och följaktligen ökade investeringar i digital marknadsföring och handelslösningar från företaget.

Nischade varumärken med stark position

Refine besitter nischade produktledande varumärken inom affärsområdet *Products*, vilka estimeras växa snabbare än marknaden och nyttja potentialen inom e-handeln. Ett av dessa varumärken är Folkhemmet, vilka säljer skandinaviska designmöbler i medel- till premiumsegmentet. Folkhemmet verkar i en nisch med låg onlinepenetration och estimeras genom bolagets starka varumärke och *omnichannel*-modell växa snabbare än marknaden och ta vara på den underliggande övergången till e-handel. Därutöver utgör Gasolububen en viktig värde drivare, vilka är verksamma på den nordiska marknaden för gasolprodukter, däribland gasolflaskor, gasolgrillar och gasolkaminer. Gasolmarknaden är fragmenterad där Gasolububen besitter en stark marknadsposition med hög varumärkeskänedom och förväntas genom Bolagets *omnichannel*-modell med egen e-handel samt gasolmackar kunna stärka den redan ledande positionen inom marknadsnischen, med geografisk expansion mot Europa som en ytterligare tillväxt drivare.

Marknadsturbulens men signaler på ett ökat konsumentförtroende

Den globala detaljhandeln genomgår, och har genomgått, ett grundläggande skifte från offline till online, vilket bekräftas exempelvis av att omsättningen inom den svenska e-handeln under åren 2014-2023 har växt med en årlig tillväxttakt om 13,4 %. Denna omvandling mot ökad digital handel är fortfarande i ett relativt tidigt skede, trots att pandemin accelererade övergången till e-handel och ändrade konsumentbeteenden. Den totala omsättningen för den svenska e-handeln, härrörande privatkonsumtion, backade dock under helåren 2022 och 2023 till följd av ett försämrat makroklimat och minskad konsumtionskraft hos hushållen, samt höga jämförelsetal från pandemiåren. I linje med branschen som helhet, så har dessa faktorer bidragit till en utmanande marknad för Refine, med en svagare efterfrågan inom båda affärsområden. Trots utmaningarna har exempelvis Folkhemmet tagit marknadsandelar, där varukategorin möbler minskade med 38 % under helåret 2023¹, vilket kan sättas i relation till Folkhemmet som minskade intäkterna med 15 % under året. Statistik avseende detaljhandeln och konsumentförtroendet visar på en tydlig avmattning sedan toppen år 2021, men där det har skett en positiv trendvändning och signalerar en återgång till historiska nivåer där konsumentförtroende närmar sig nivåerna under år 2021.

folkhemmet

FOLKHEMMET
VINNER MARKNADS-
ANDELAR I EN
UTMANANDE
MARKNAD

Base scenario

Market Cap Aktiekurs

232
MSEK

3,5
SEK

Sammanfattning prognos och värdering

Givet en fortsatt gradvis återhämtning inom marknaden och en stärkt köpkraft hos hushållen, i kombination med vunna marknadsandelar inom flertalet marknadsnischer estimeras Refine gradvis öka lönsamheten mot historiska nivåer. I ett Base scenario appliceras en EV/EBITDA-multipel om 7,9x (7,8x) på 2025 års estimerade EBITDA-resultat, vilket med ett estimerat EBITDA-resultat om 35,8 MSEK motiverar ett Enterprise Value om ca 281 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt en estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,5 kr i ett Base scenario.

Hög konkurrens inom digital handel utgör en risk

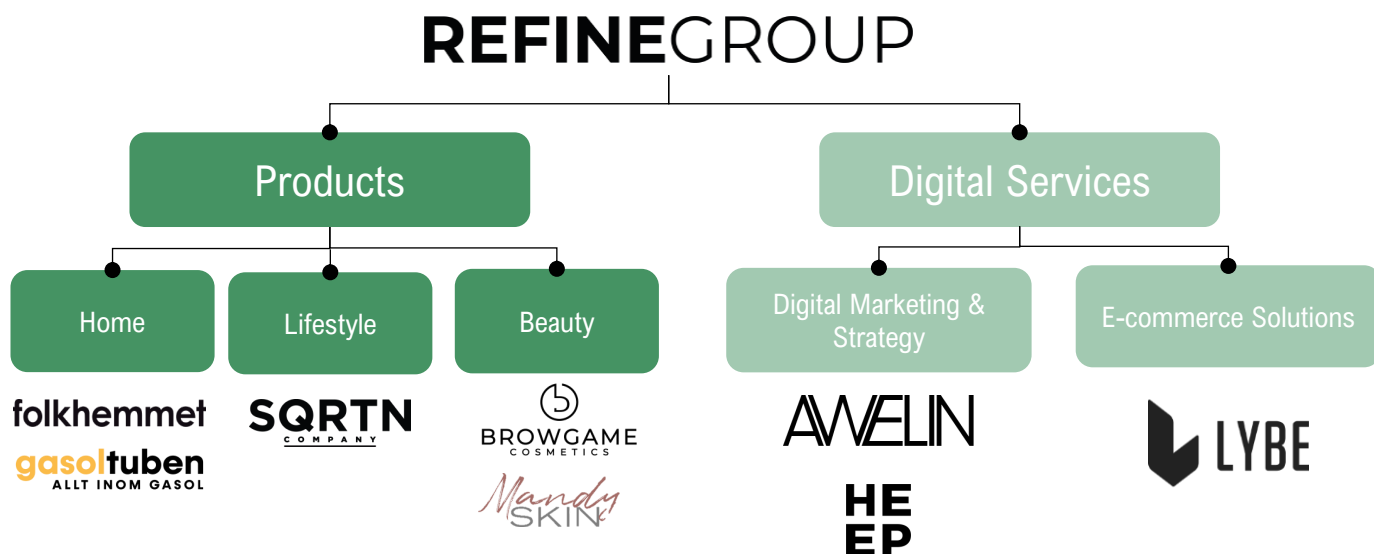
E-handeln är generellt väldigt konkurrensutsatt, vilket även är fallet i flertalet av Refine nischade segment. Mindre och större internationella aktörer är en risk och en hög konkurrens kan leda till att Refine tappar marknadsandelar eller utsätts för prispress, där produkter saluförs av flera aktörer. För att både behålla och utöka marknadsandelar behöver Refine genomföra strategiska åtgärder som ökar varumärkeskänedom, såsom att upprätthålla en stark varumärkesidentitet, konsekvent leverera produkter som konsumenter och marknaden efterfrågar, samt säkerställa hög kundnöjdhet. Dessa strategier, i kombination med datadrivna beslut och att snabbt kunna förändra produkt- och tjänsteerbjudandet kommer inte bara att göra det möjligt för Refine att navigera i det ständigt föränderligt e-handelslandskap, utan också att befästa positioner inom strategiskt viktiga marknadsnischer.

¹ Källa: Svensk Handel.

Refine Group är en varumärkesgrupp som är verksamma inom e-handel, där Bolaget äger, bygger och förädlar varumärken inom den digitala handeln. Refine är genom Bolagets dotterbolag verksamma i två affärsområden, vilka utgörs av *Products* och *Digital Services*.

Refine-koncernen består totalt av åtta bolag, varav fem bolag är verksamma inom affärsområdet *Products*, vilka är uppdelade inom tre affärssegmentet som utgörs av *Home*, *Lifestyle* och *Beauty* (B2C). Resterande tre bolag är verksamma inom *Digital Services*, vilka är uppdelade inom två affärssegment som utgörs av *Digital Marketing & Strategy* och *E-commerce Solutions* (B2B). Affärsområdet *Products* består av nischade varumärkesbolag med en hög varumärkeskännetecken, såsom livsstilsprodukter via egna digitala kanaler direkt till konsument (D2C), samt via utvalda återförsäljare. Bolagen avser att både vara positionerade för, och besitta, en hög potential att kapitalisera på den digitala transformationen, där avsikten för Refine är att kapitalisera på både strukturella tillväxtmöjligheter och övergången mot digitala försäljningskanaler. *Digital Services* består av digitala tillväxtexperter och mjukvaruleverantörer som hjälper andra företag att bli mer framgångsrika inom digital försäljning, både genom digital marknadsföring, men även interna system för digital handel. Bolagen inom affärsområdet levererar tjänster och mjukvara till företagskunder.

Överblick av Refines koncernstruktur



Affärsmodell och ekosystem

Refine är en förvärvsdriven koncern som avser att förädla och accelerera digital tillväxt för varumärken inom den digitala handeln. Refine gör det bland annat genom Bolagets digitala handels-ekosystem vilka fungerar som en operativ plattform för varumärken med en beprövad, omfattande produktmarknadspassning.

Refines operativa plattform syftar till att maximera möjligheterna för varumärken att påskynda organisk tillväxt och uppnå framgång digitalt. Samtidigt avser Refine att bevara varumärkesidentitet, vilket möjliggörs genom en decentraliserad styrningsmodell, där förvärvade varumärken får tillgång till Bolagets ekosystem, men drivs primärt genom att bevara dotterbolagens kultur, styrkor och nyckelpersoner. Den operativa plattformen avser att utnyttja synergier och effektivitetsvinster inom koncernen för att öka konkurrenskraften, lönsamheten och tillväxten.

Ekosystemet skapar värde genom supportfunktioner och delade resurser. Dotterbolagen får tillgång till expertis, verktyg och tjänster som hjälper varumärken att optimera bolagets e-handel, digitala marknadsföring, teknologiinvesteringar, distribution och produktutveckling.

Products B2C

Products

UTGÖR 80 %
AV REFINES TOTALA
INTÄKTER

★ Trustpilot

SQRN
COMPANY

4,9 / 5

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

4,6 / 5

reco.se

folkhemmet

4,2 / 5

Mandy
SKIN
HAR SÅLT
PRODUKTER TILL
ÖVER 100 000
KONSUMENTER
SEDAN START ÖVER
HELA EUROPA

folkhemmet

Folkhemmet är en svensk heminredningsaktör som säljer skandinaviska designmöbler i medel- till premiumsegmentet. Försäljningen baseras på en omnichannel-modell, med både egen e-handel och fysiska butiker.

SQRN
COMPANY

SQRN Company är ett livsstilsvarumärke som säljer egna friluftskläder. Företaget skapar högkvalitativa produkter i miljövänliga material som främjar sättet att leva i norra Norden.

Mandy
SKIN

MandySkin är ett skönhetsvarumärke som utmanar den konventionella skönhetsindustrin genom att blanda teknik och traditionella skönhetsprodukter (s.k. *beauty-tech*). Försäljning sker idag via egen e-handel (D2C) och genom utvalda återförsäljare.

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

Gasoltuben är en aktör på den nordiska marknaden för gasolprodukter, exempelvis gasolflaskor, gasolgrillar och gasolkaminer. Försäljningen baseras på en omnichannel-modell via både e-handel och fysiska kanaler.

BROWGAME
COSMETICS

Browgame Cosmetics är ett kosmetika- och skönhetsvarumärke som säljer egna produkter med fokus på ögonbryn. Produkterna säljs både direkt till konsument (D2C) via egen hemsida samt via utvalda återförsäljare.

LYKO

PRODUKTEN
MANDY IPL PRO
HAR
4,7 / 5
I BETYG

Digital Services B2B

Urval av kunder

AMELIN

AMELIN

LYBE

PriceRunner
JOHN HENRIC

dormy

Awelin är specialister inom performance marketing och strategitjänster kring digital tillväxt. Tjänsteerbjudandet utgörs av bland annat Digital Marketing, E-Commerce Optimization och Digital Growth Advisory, vilket tillsammans bildar en *One-Stop-Shop*.

Lybe är en väletablerad e-handelsbyrå som hjälper företag att nå full potential i digitala affärer. Bolaget arbetar med en rad etablerade e-handelsplattformar och SaaS-tjänster för att leverera stabila, skalbara och säkra lösningar.

LYBE

STRONGER SKULTUNA
1607

swecol

HEEP

Heep hjälper exempelvis etablerade omnichannel-aktörer med långsiktiga digitala strategier och tillväxt, för att navigera alla de plattformar som finns. Heep har genom åren bistått en mängd internationella storbolag avseende digital tillväxt.

OMNICHANNEL-MODELL STÄRKER VARUMÄRKES-KÄNNEDOM

Refine är verksamma inom digital handel genom bolagets affärsområden: *Products* och *Digital Services*, och är därmed primärt exponerade mot e-handelsmarknaden, i synnerhet inom den svenska marknaden, men även inom den europeiska marknaden genom dotterbolagens närvaro i Norden och Europa. Även om Refine primärt är verksamma inom e-handelsmarknaden använder flertalet av Bolagets varumärken en *omnichannel*-modell, vilket innebär en kombination och integration av digitala och fysiska försäljningskanaler, vilket skapar fler beröringspunkter för konsumenten och möjliggör därmed att stärka konkurrenskraften och varumärkeskännedomen.

DETALJHANDELN FÖRVÄNTAS GENOMGÅ ETT SKIFTE MOT E-HANDEL

E-handelsmarknaden utgör den marknad där försäljning och inköp av produkter och tjänster sker online och / eller via digitala kanaler. Den totala omsättningen i den svenska e-handeln från privatkonsumtion uppgick till cirka 144 mdSEK under helåret 2023 enligt Svensk Handel, vilket motsvarar en minskning om 8 % i jämförelse med år 2022, då svensk e-handel omsatte cirka 156 mdSEK. Den svenska e-handeln har dock visat på en stark årlig omsättningstillväxt, vilken enligt Postnords E-handelsbarometer uppgick till cirka 13 % under år 2014-2023. Minskningen under åren 2022 och 2023 förklaras dels av inflationen med påföljande räntehöjningar, vilket minskade hushållens konsumtionskraft, dels av höga jämförelsetal till följd av pandemin under år 2022 och 2023. Trots en minskad köpkraft och följaktligen efterfrågan på den svenska marknaden under åren 2022 och 2023, estimeras den globala detaljhandeln genomgå ett grundläggande skifte från offline till online, där e-handelsmarknaden estimeras växa starkare än den underliggande detaljhandelsmarknaden, vilket estimeras drivas av bland annat följande faktorer:



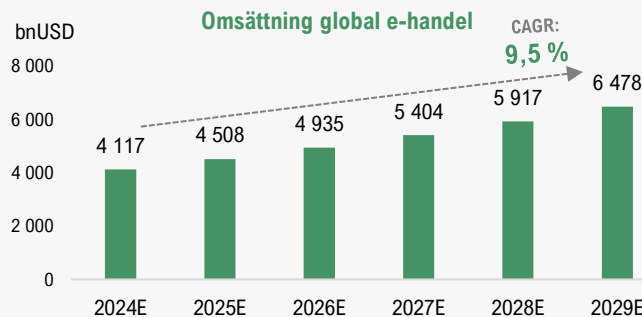
Källa: Shopify och Insider Intelligence

Den globala e-handelsmarknaden förväntas drivas av bland annat en generell ökad internetanvändning, teknologiska innovationer som förbättrar kundupplevelsen, samt en ökad vana och bekvämlighet. Nuvarande trender och faktorer förväntas därmed bidra till att e-handeln fortsatt kommer vara en central del av den allmänna handeln på både den globala och nordiska marknaden. Därutöver estimeras AI och maskininläring ytterligare förbättra kundupplevelsen, samt effektivisera och automatisera logistik, vilket förväntas driva på tillväxten ytterligare. Den globala e-handelsmarknaden estimeras uppgå till cirka 4 117 bnUSD under år 2024 och förväntas därefter växa med en CAGR om 9,5 % fram till år 2029, för att då nå ett marknadsvärde om 6 478 bnUSD.

AI OCH MASKININLÄRNING FÖRBÄTTRAR KUNDUPPLEVELSEN



Källa: Postnords E-handelsbarometer



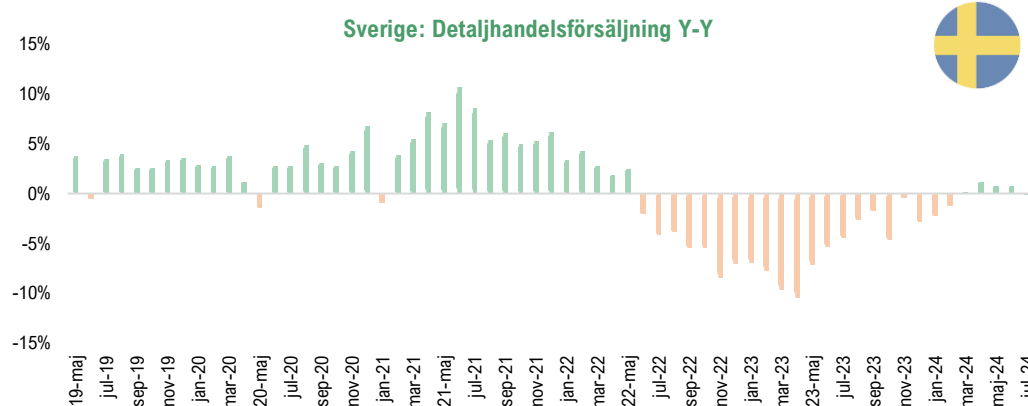
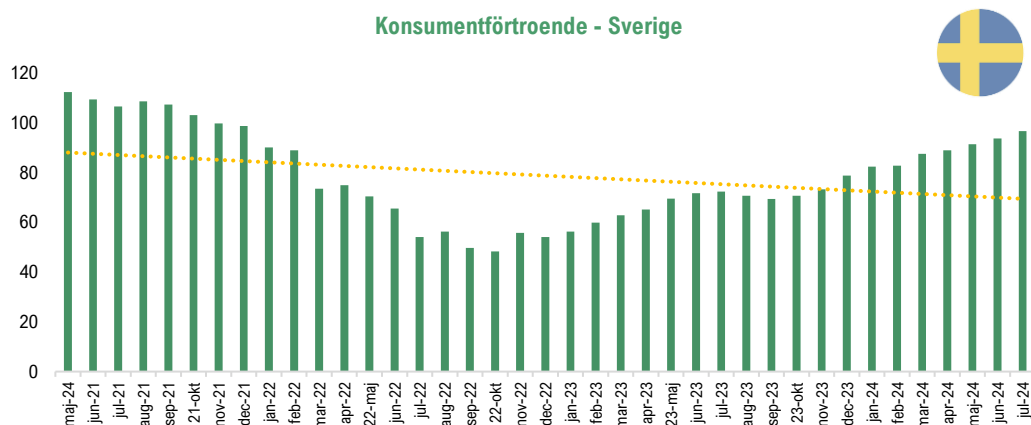
Källa: Statista

Sällanköpsvaror är beroende av konsumenternas spenderingsförmåga, konsumentensentiment och den bredare konjunkturen. Konsumenternas utgiftsmönster har en direkt inverkan på försäljningen av sällanköpsvaror, vilket exempelvis innefattar kläder, sport & fritid, möbler och heminredning, vilket Refines dotterbolag huvudsakligen adresserar. När konsumenterna har mer disponibel inkomst och är villiga att spendera är de mer benägna att investera i sällanköpsvaror. Eftersom sällanköpsvaror i regel anses vara en diskretionär utgift, är konsumenterna mer benägna att dra ned på icke- eller mindre nödvändiga utgifter under ekonomiska nedgångar och vice versa. Konsumenternas uppfattningar om den allmänna ekonomin, arbetssäkerhet och finansiellt välbefinnande, med andra ord konsumentensentimentet, påverkar köpviljan och köpkraften, där högt konsumentförtroende tenderar att öka konsumenternas utgifter, inklusive på diskretionära produkter såsom möbler, heminredning och kläder.

Konsumentensentimentet har försämrats något globalt som ett resultat av den senaste tidens räntehöjningar, hög inflation, geopolitisk osäkerhet, volatila energipriser och en allmän ekonomisk nedgång. Dessa händelser har också påverkat konsumenternas disponibla inkomst, vilket i sin tur har påverkat detaljhandelsförsäljningen. Nedan redovisas det svenska konsumentförtroendet under de senaste tre åren samt utvecklingen inom svensk detaljhandelsförsäljning under de senaste fem åren, vilket visar en något avmattad detaljhandelsindustri och ett sjunkande konsumentförtroende sedan toppen 2021, även om det har skett en positiv trendvändning sedan slutet av 2022 och signaler om en återgång till historiska nivåer och ett starkare konsumentförtroende. Ett starkare konsumentförtroende, som successivt har återtagit förlorad mark, bådadar för en starkare underliggande marknad som Refine förväntas kapitalisera på.

SIGNALER OM EN TRENDVÄNDNING

KONSUMENTFÖRTROENDET INDIKERAR MARKNADSTILLVÄXT



Källa: Investing.com

Vidare är Refine exponerade mot e-handelsmarknaden och konsumentens köpkraft genom affärsområdet Digital Services, vilket riktar sig mot företag verksamma inom digital handel (B2B). Liksom affärsområdet Products utmanas marknaden av det rådande makroklimatet, där Bolagets kunder minskar investeringar i digital marknadsföring på grund av den ökade svårigheten att nå slutkunden vid minskad köpvilja. Därigenom har Refine valt att positionera dotterbolagen för att kunna ta större marknadsandelar, normalisera lönsamhetsmarginalerna och stärka den långsiktiga lönsamheten i takt med ett förbättrat marknadsklimat, med en starkare köpvilja hos konsumenter och ökade investeringar i digital marknadsföring och handelslösningar från företaget.

Finansiell historik

Refine är en varumärkesgrupp med dotterbolag inom affärsområdena *Products* och *Digital Services*. Refine består idag av totalt åtta dotterbolag, varav fem av dotterbolagen är verksamma inom affärsområdet *Products*, medan resterande tre är verksamma inom affärsområdet *Digital Services*. Refine har under år 2021 och 2022 förvärvat dotterbolagen och Koncernens tillväxt har därmed historiskt varit förvärvsdriven. Refines nettoomsättning uppgick till 274 MSEK (233) under helåret 2023, vilket motsvarar en tillväxt om 18 %. Dock ska det tilläggas att tillväxten är ett resultat av vilka dotterbolag som är konsoliderade i Koncernens siffror historiskt och när. Ecomm Holding, bestående av Gasoltuben och iPhonebutiken, konsoliderades i Koncernens räkenskaper vid månadsskiftet maj/juni år 2023. iPhonebutiken (Skogstrollen AB) avyttrades i slutet av år 2023, vars nettoomsättning uppgick till 47,9 MSEK (55,7) under helåret 2023.

Refine har som koncern därmed en relativt kort finansiell historik, men sett till underliggande operativa dotterbolag har vardera bolag en längre finansiell historik än koncernen Refine, vilka visar på ett historiskt starkt track-record. Dotterbolagen har historiskt visat på en stark underliggande organisk tillväxttakt och god lönsamhet, vilket blir tydligt vid en inblick i Refines dotterbolag. Refine redovisar dock inte konsekvent finansiell utveckling per affärsområde eller per dotterbolag.

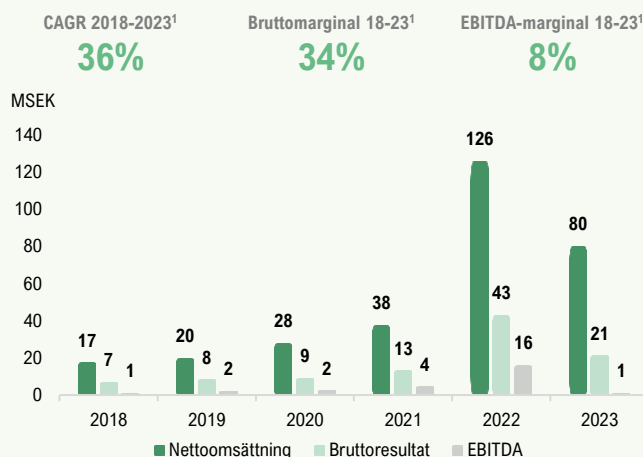
Affärsområdet *Products* utgjorde cirka 80 % av Refines totala intäkter LTM och de största bolagen sett till omsättning utgörs av Folkhemmet och Gasoltuben. Folkhemmet har uppvisat en historisk årlig omsättningstillväxt om cirka 2 % under år 2018-2023, medan Gasoltuben har uppvisat en årlig omsättningstillväxt om cirka 36 %. Genomsnittlig bruttomarginal för Folkhemmet och Gasoltuben uppgick till 43 % respektive 34 % under perioden 2018-2023. Gasoltuben uppvisade en omsättningstillväxt om hela 235 % under helåret 2022, där nettoomsättningen uppgick till 126 MSEK, vilket bland annat var ett resultat av en ökad försäljning av gasolvärmare förklarad av energikrisen och de höga energipriserna. Gasoltubens omsättning för helår 2022 får därmed ses med en viss försiktighet till följd av att försäljningen drevs starkt av ett högt elpris, men justerat för år 2022, så visar dotterbolaget dock på en stark underliggande tillväxttakt. Därutöver har bland annat SQRTN Company uppvisat en årligt tillväxttakt om 20 %.

Affärsområdet *Digital Services* utgjorde cirka 20 % av Refines totala intäkter LTM där de största bolagen sett till omsättning utgörs av Awelin och Lybe. Affärsområdet består av dotterbolag som erbjuder tjänster och mjukvara i syfte att hjälpa företag att driva lönsam tillväxt online och vid digital effektivisering. Underliggande marginaler inom dotterbolagen avseende affärsområdet *Digital Services* skiljer sig därför markant mot affärsområdet *Products*. Awelin har bland annat uppvisat en historisk årlig omsättningstillväxt om cirka 27 % under år 2018-2023, där det dock ska tilläggas att nettoomsättning kommer från relativt låga nivåer år 2018. Genomsnittlig bruttomarginal för Awelin uppgick till 85 % under perioden 2018-2023. Lybes årliga omsättningstillväxt uppgick till cirka 7 % under år 2018-2023, där omsättningen uppgick till cirka 17 MSEK under år 2023. Genomsnittlig bruttomarginal för Lybe uppgick till 86 % under perioden 2018-2023.

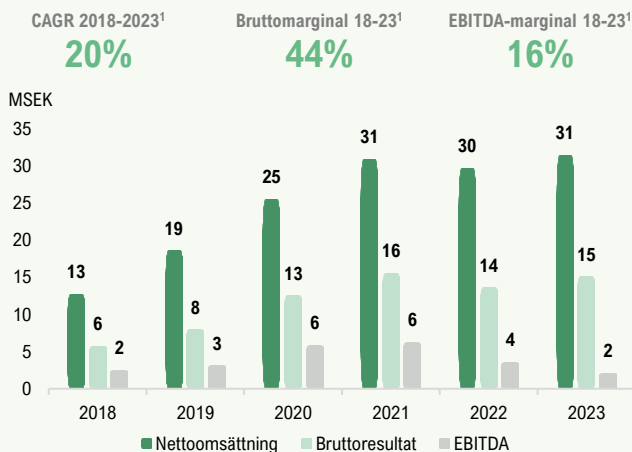
¹ Avser data från senaste tillgängliga årsredovisningar.

Urval av dotterbolag

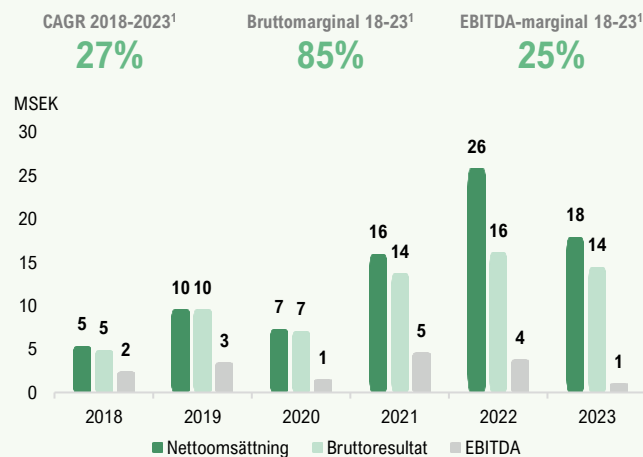
gasoltuben ALLT INOM GASOL



SQRTN COMPANY



AMELIN



274 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
ÅR 2023

Finansiell historik

Refines nettoomsättning uppgick till 274 MSEK (233) under helåret 2023. Refine växte därmed intäkterna med 18 % i jämförelse med helåret 2022, vilket primärt förklaras av att Ecomm Holding konsoliderades från och med juni månad år 2023. Likt tidigare nämnt, har Refine avyttrat iPhonebutiken under slutet av år 2023 (29 december 2023) och vissa tillgångar relaterade till C3 Scandinavian Lifestyle under Q4-23 (28 november 2023), där C3 Scandinavian Lifestyle under de tre första kvartalen (Q1-Q3 2023) hade uppvisat en nettoomsättning om cirka 7,5 MSEK och ett EBITDA-resultat om cirka -0,3 MSEK. Refine redovisar den finansiella utvecklingen proforma, vilket avser de helägda operativa bolagen i Koncernen och utgörs vid utgången av Q2-24 av Folkhemmet, Gasoltuben, SQRTN, Browgame och Mandyskin inom affärsområdet Products samt Awelin, Heep och Lybe inom affärsområdet Digital Services. Nettoomsättningen proforma uppgår till 261 MSEK LTM, vilket kan jämföras med 262 MSEK under helåret 2023 och 349 MSEK under helåret 2022. Nettoomsättning proforma minskade dock med cirka 25 % under helåret 2023 i jämförelse med år 2022, vilket till stor del förklaras av utmaningar inom marknaden för digital handel, där konsumenter uppvisade en minskad köpkraft till följd av inflation och högre räntor. Under år 2022 förväntas även Refines dotterbolag Gasoltuben ha uppvisat en exceptionellt stark omsättningstillväxt till följd av energikrisen, vilket likväl bidrog till en minskad omsättning under år 2023 när elpriserna återgick till mer historiskt normala nivåer, vilket minskade efterfrågan på gasolvärmare och gasoltuber. Under helåret 2023 bidrog den utmanande marknaden, tillsammans med en brand i Gasoltubens lokaler, till en minskad lönsamhet, där EBITDA-resultatet uppgick till 4 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 2 %.

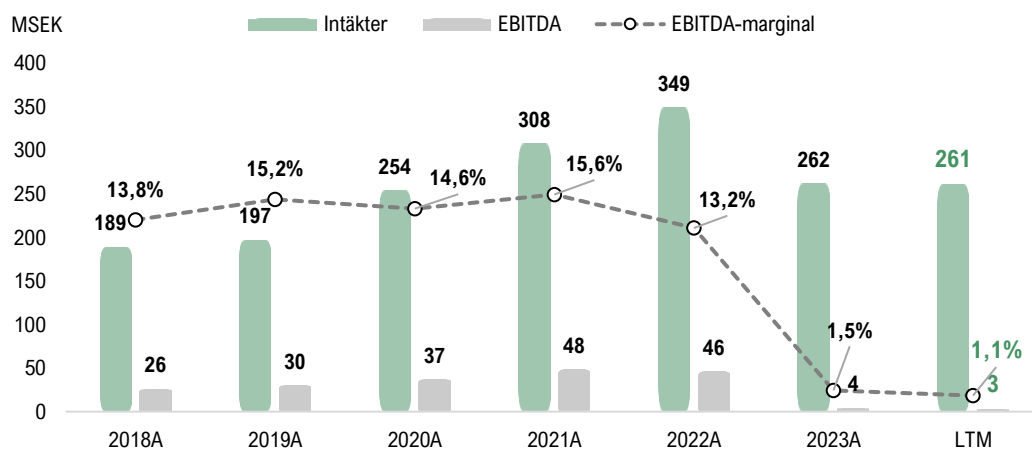
HISTORISK LÖNSAM
TILLVÄXT

De underliggande operativa dotterbolagen har i ett längre historiskt perspektiv uppvisat en stark tillväxt under god lönsamhet. Refines operativa dotterbolag har på proforma-basis uppvisat en årlig genomsnittlig tillväxttakt (CAGR) om 7 % under de senaste fem åren (2018-2023) och justerat för helåret 2023 har Refine uppvisat en CAGR om 17 % (2018-2022). Under de senaste fem åren (2018-2023) har även Refine på proforma-basis uppvisat en genomsnittlig EBITDA-marginal om 12 %. Under helåret 2021 uppvisade Refine en nettoomsättningstillväxt om cirka 21 %, där Refine per proforma-basis hade det starkaste lönsamhetsåret, med ett EBITDA-resultat om 48 MSEK och en EBITDA-marginal om 15,6 %.

Refines operativa dotterbolag har uppvisat en historiskt stark underliggande tillväxt under god lönsamhet

Intäkter, EBITDA och EBITDA-marginal för Refine proforma, justerat för koncernens overhead-kostnader, 2018-LTM.

Proforma - Intäkter och lönsamhet



Källa: Refine och Analyst Group

Under det första halvåret 2024 uppgick den konsoliderade nettoomsättning för Refine till 133,7 MSEK (118,2), vilket motsvarar en tillväxt om 13 % i jämförelse med motsvarande period föregående år (konsoliderat). I jämförelse Y-Y, så konsoliderades bland annat Ecomm Holding från juni månad 2023, samt att iPhonebutiken och C3 Scandinavian Lifestyle avyttrades först under Q4-23, vilket påverkar jämförbarheten Y-Y. Det ska därutöver tilläggas att Q2-24 utgör ett säsongsmässigt starkt kvartal, där produkter som utemöbler, gasolprodukter och outdoor har en högre efterfrågan, varav Refines Q2-24 stod för 79,1 MSEK (72), medan nettoomsättningen under Q1-24 uppgick till 54,6 MSEK (46,2). Den konsoliderade nettoomsättningen för Refine koncernen uppgick till 289,6 MSEK under de senaste tolv månaderna (LTM), vilket kan sättas i relation till 274 MSEK under helåret 2023.

Products

folkhemmet

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

SQRTN
COMPANY

BROWGAME
COSMETICS

Mandy
SKIN

Digital Services

AWELIN

HE
EP

LYBE

Omsättningsprognos 2024-2026

Refines operativa dotterbolag inom affärsområdet Product är verksamma inom tre segment, vilka utgörs av *Home*, *Beauty* och *Lifestyle*. Refines operativa dotterbolag inom affärsområdet Digital Services är verksamma inom *Digital Marketing & Strategy* och *E-commerce Solutions*. Segmentet Digital Marketing & Strategy består av Awelin och Heep, medan E-commerce Solutions består av Lybe. Analyst Group har härlett omsättningsprognosen utifrån respektive affärsområden: Products och Digital Solutions.

Omsättningsprognos: Products

Intäkterna inom affärsområdet Products drivs av försäljning mot konsumenter primärt via egna kanaler, så kallat *Business-To-Consumer* (B2C). Försäljning inom affärsområdet påverkas till viss del av konjunkturen och konsumenternas köpkraft, vilket blev tydligt sett till helåret 2023, där Refines nettoomsättning proforma (avser Koncernen), minskade med 25 % i jämförelse mot helåret 2022, där helåret 2022 dock utgjorde det starkaste året i Refines proforma-historia, omsättningen för Bolagets affärsområdet uppgick till cirka 210 MSEK under helåret 2023. Under helåret 2023 uppvisade SQRN Company och Browgame Cosmetics organisk tillväxt, medan övriga bolag uppvisade en negativ organisk tillväxt. Den negativa organiska tillväxten i dotterbolaget Gasoltuben förklaras primärt av höga jämförelsetal jämfört med år 2022, till följd av en hög efterfråga av bolagets värmeprodukter, men även branden i Gasoltubens lokaler som skedde i slutet av Q2-23, vilket hämmade omsättningen samt marginalerna under helåret 2023.

Marknaden inom digital handel var utmanande under helåret 2023, där totalomsättningen i e-handeln i konsumentledet minskade med 8 % i löpande priser, och där totalomsättningen uppgick till 156 mdSEK (144). Justerat för inflation motsvarar det en volymförsäljningsminskning om cirka 16 %, där det dock ska tilläggas att möbler var den varukategori som minskade mest under år 2023, vilken minskade med 38 % i jämförelse med år 2022. Varukategori möbler utgör en stor del av Refines affärsområde Products. Samtidigt ska det tilläggas att andelen som e-handlar möbler är bland de lägsta av varukategorierna, där e-handeln enbart har en andel om 4 %, vilket är i nära linje med byggvaror och alkohol, samt kan sättas i relation till kläder eller skor om 30 % eller skönhets- och hälsoprodukter om 18 %. Folkhemmet som i huvudsak är verksamma inom varukategori möbler minskade omsättningen med 15,5 % under helåret 2023, vilket innebär att dotterbolaget minskade mindre än marknaden och tog därmed marknadsandelar. Därutöver växte varukategori möbler med 68 % under perioden januar – juli månad 2024 i jämförelse med motsvarande period föregående år, vilket tyder på en ökad efterfråga i varukategori men förklaras likväl av en återhämtningseffekt från den svaga försäljningsutvecklingen under år 2023.

Försäljningen inom affärsområdet Products är säsongsbetonat, men säsongseffekterna skiljer sig dock mellan de segmenten Refine är verksamma inom. Home-segmentet, bestående av Folkhemmet och Gasoltuben, har en starkare försäljning under sommarhalvåret och är även påverkade av vädret, där en varmare temperaturer gynnar försäljningen av bland annat gasol- och gasolrelaterade produkter, samt utemöbler. Lifestyle-bolaget SQRN Company estimeras likt Home-segmentet ha en starkare försäljning under sommarhalvåret förklarar av att en stor del av försäljning estimeras utgöras av friluftskläder. Segmentet Beauty estimeras dock inte ha inte lika tydlig säsongseffekt, men estimeras ha en starkare försäljning under det fjärde kvartalet, då större reor, som exempelvis *Black Friday*, och julen infaller. Därmed estimeras intäkterna inom affärsområdet Products till stor tillfälla under perioden Q2-Q4, medan vi estimerar att det första kvartalet kommer utgöra det svagaste.

Dotterbolagen har även successivt tagit del av Refines centrala stödfunktion för att utvinna synergier genom att effektivisera, automatisera och digitalisera verksamheterna, vilket bland annat har resulterat i en ökad digital försäljning genom egna kanaler för SQRN Company. Genom Refines centrala stödfunktion och ekosystem förväntas respektive segment kunna stärka erbjudandet och effektivisera verksamheterna, vilket i takt med en ökad varumärkeskännet, estimeras bidra till ökad kundnöjdhet, korsmarknadsföring och -försäljning mellan varumärken och högre ROI (Return of Investment) vid marknadsföringsinsatser, vilket följaktligen estimeras kunna driva en ökad CLTV (Customer Lifetime Value) och en ökad AOV (Average Order Value) framgent.

Sammantaget estimerar Analyst Group en successiv återhämtning till historiska nivåer, likt rekordåret 2022 och nivåerna under år 2021, då omsättningen proforma uppgick till 349 MSEK respektive 308 MSEK för koncernen som helhet, till följd av en gradvis återhämtning av konsumenternas köpkraft. Därutöver estimeras produkt erbjudanden utvecklas och stärkta inom respektive affärssegment för att möta efterfrågan hos konsumenterna, vilket är i linje med Bolagets strategiska initiativ, vilket estimeras bidra till att respektive varumärke lyckas vinna marknadsandelar.

SQRN COMPANY
OCH BROWGAME
UPPVISADE
TILLVÄXT ÅR 2023

folkhemmet

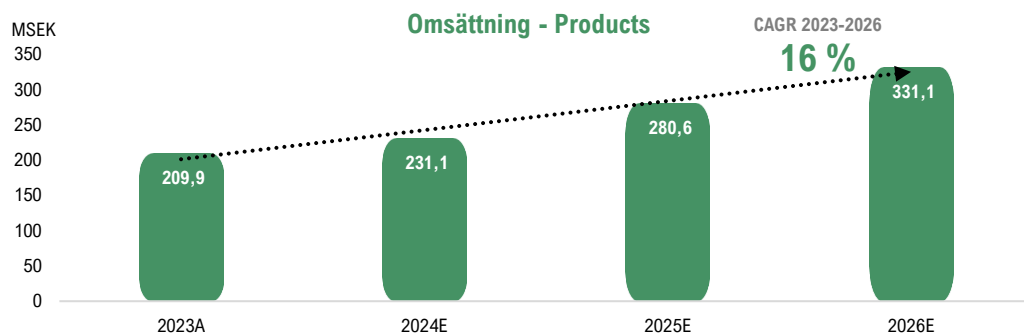
FOLKHEMMET
VINNAR MARKNADS-
ANDELAR I EN
UTMANANDE
MARKNAD

277 MSEK
OMSÄTTNING
PRODUCTS 2025E

Analyst Group estimerar en omsättningstillväxt om 10 % under helåret 2024 inom affärsområdet Products, vilket resulterar i en omsättning inom affärsområdet om 231 MSEK. Givet en fortsatt gradvis återhämtning inom marknaden och konsumentens köpkraft, i kombination med en geografisk expansion och en ökad e-handelspenetration av den totala handeln inom respektive varukategori, i synnerhet inom Home-segmentet, förväntas affärsområdet växa i linje med det historiska genomsnittet, vilket i regel har varit högre än underliggande marknad och därigenom vinner ytterligare marknadsandelar. Givet ovan prognostiserar Refines affärsområde Products kunna uppvisa en omsättningstillväxt om 21,4 % under helåret 2025 och därmed uppgå till cirka 281 MSEK. Affärsområdet Products estimeras under prognosperioden växa intäkterna med en CAGR om cirka 16 % mellan åren 2023-2026.

Refines affärsområde Products estimeras växa med en CAGR om 16 %

Omsättning affärsområdet Products, 2023-2026E.



Källa: Analyst Groups prognos

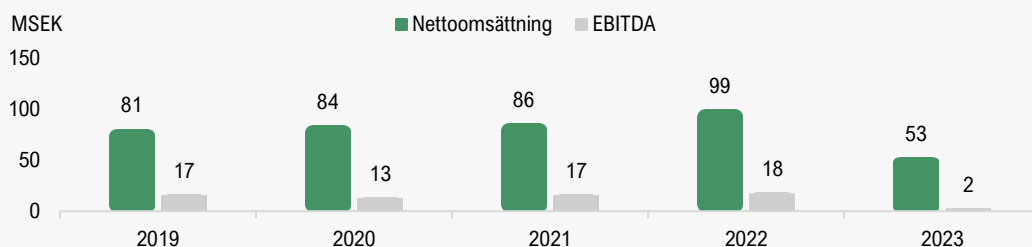
Omsättningsprognos: Digital Services

Intäkterna inom Digital Services drivs av tjänste- och mjukvarubaserad försäljning mot företag, så kallad *Business-To-Business* (B2B), där bolagen inom affärsområdet levererar tjänster och mjukvara inom digital handeln till en mängd större och mindre företag. Intäkterna från digitaliseringstjänsterna som dotterbolagen erbjuder är i lejonpart av återkommande karaktär, men kan även utgöras av engångsintäkter eller kortare projektsintäkter. För helåret 2023 uppgick intäkterna inom affärsområdet till 52,4 MSEK, vilket enligt Analyst Groups beräkningar utgör en minskning med cirka 47 % i jämförelse med föregående år. Analyst Group har beräknat att omsättningen för helåret 2022 uppgick till 99,5 MSEK. Historiskt har dock affärsområdet Digital Services växt med en CAGR om 8 % mellan åren 2018-2022, men till följd av att Heep Agency har historiskt utgjort den största delen av affärsområdet baserat på proforma-basis, och uppvisat en negativ tillväxt senaste åren har affärsområdet uppvisat en negativ årlig tillväxttakt (CAGR) om 8 % mellan åren 2018-2023. Därmed har Awelin och Lybe under senaste åren varit starka tillväxt drivare och successivt utgjort en större del av affärsområdet utifrån ett proforma-perspektiv, där Awelin har uppvisat en CAGR om 27 % och Lybe har uppvisat en CAGR om 7 % under perioden (2018-2023).

Den minskade omsättningen från dotterbolaget Heep estimeras ha bidragit starkast till den minskade omsättningen inom affärsområdet, vilket är ett resultat av att ett par större kunder har förlorats, samt ett förändrat tjänsteerbjudande. Tidigare drevs intäkterna till stor del av vidarefakturerering av annonsbudgetar, där en låg marginal togs ut för att tillhandahålla tjänsten, och i takt med att erbjudandet har fasats ut har även dotterbolagets omsättning minskat. Dock estimeras samtliga dotterbolag inom affärsområdet ha ett ökat kundbortfall (churn) som har bidragit till den minskade omsättningen under helåret 2023.

Historisk utveckling av affärsområdet Digital Services

Omsättning och EBITDA, affärsområdet Digital Services, 2019-2023.



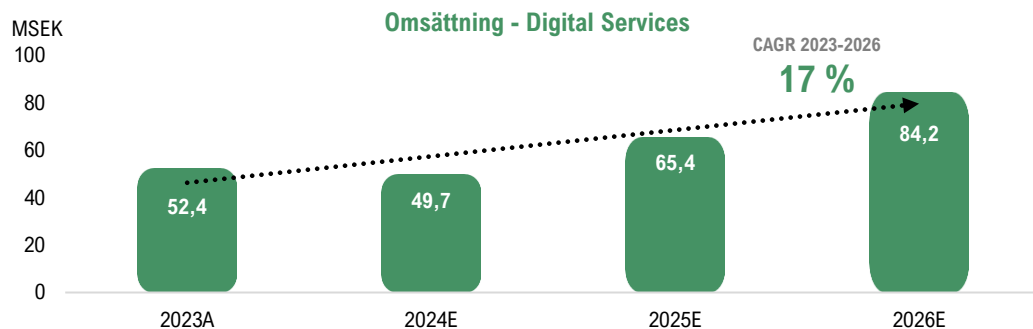
Dotterbolagens företagskunder är primärt verksamma inom den digitala handeln eller företagskunder som vill öka den digitala närvaron/handeln, men likväl lösningar för att effektivisera och digitalisera verksamheter inom digital handel, såsom exempelvis *Business Intelligence*-system (BI) eller *Product Information Management*-system (BIM). Till följd av generell minskad köpkraft hos konsumenter har flertalet företag inom den digitala handeln pausat eller minskat investeringar inom digital marknadsföring och mjukvaruinvesteringar inom den digitala handeln.

I takt med en ökad köpvilja och köpkraft hos konsumenten estimeras successivt investeringarna inom digital marknadsföring och digital handel att öka, samt öka behovet av tekniska effektiviseringar. Därutöver har pausade investeringar inom digitala tjänster och marknadsföring bidragit till ett ökat digitaliseringsbehov hos företagskunderna, vilket vid en återgång till en stabiliserad marknad och ökad konsumtion bidrar till ett uppdämt behov. Analyst Group estimerar dock en fördröjning av ökade investeringar från företagskunder, vilket förväntas bero på en laggande effekt där företag verksamma inom digital handel genomför investeringar gradvis när köpviljan hos slutkunden kommer tillbaka. Till följd av en minskad inflation och följaktligen en mer normaliserad räntenivå förväntas en ökad köpkraft hos konsumenter framgent, vilket förväntas gynna investeringar inom digital marknadsföring och därmed dotterbolagen inom affärsområdet, men trots en återgång i marknaden estimeras affärsområdet minska omsättningen med 5 % under helåret 2024 och därmed uppgå till 49,7 MSEK, vilket är ett resultat av en viss fördröjning av företagets investeringar. Dock givet en ökad köpvilja hos konsumenter, i kombination med ett starkt behov av tekniska lösningar i takt med den ökade digitaliseringen, estimeras ett uppdämt behov av digitala investeringar, vilket förväntas bidra till en hög tillväxt under år 2025 och 2026. Givet ovan, i kombination med ett starkt tjänsteerbjudande och en ökad nykundsanskaffning under slutet av år 2024 och framåt, estimeras affärsområdet växa intäkterna med genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 17 % mellan åren 2023-2026, för att uppgå till 84 MSEK under helåret 2026.

85 MSEK
OMSÄTTNING
DIGITAL SERVICES
2026E

Refines affärsområde Digital Services estimeras växa med en CAGR om 18 %

Omsättning affärsområdet Digital Services, 2023-2026E.



Källa: Analyst Groups prognos

Givet härledda prognoser för respektive affärsområde inom Refine Group, estimeras Koncernen uppvisa en nettoomsättning om 280,8 MSEK under helåret 2024, motsvarande en tillväxt om ca 7 % i jämförelse med konsoliderade siffror för helåret 2023, vilket delvis inte utgör en rättvisande jämförelse. Till följd av en ökad köpkraft hos konsumenter, vilket bidrar till en starkare e-handelsmarknad, förväntas affärsområdena växelvis agera tillväxt drivare, där en ökad köpvilja hos konsumenter direkt bidrar till ökade intäkter inom Products, vilket sedan estimeras bidra till en gradvis ökad försäljning inom Digital Services. Därtill estimerar Analyst Group på medel- till långsikt att en geografisk expansion inom respektive varumärke inom Products likväl utgör tillväxt drivare, där Gasoltuben, med en ny logistikcenter på plats, genomför satsningar med god uppvisad tillväxt i Finland och Danmark, medan exempelvis SQRTN Company visar på en påbörjad geografisk expansion bland annat i Tyskland och Finland. Under helåret 2025 estimeras nettoomsättningen uppgå till 346 MSEK, motsvarande en tillväxt om 23 %. Intäkts synergier inom Refines estimeras även bidra till en ökad tillväxt under prognosperioden.

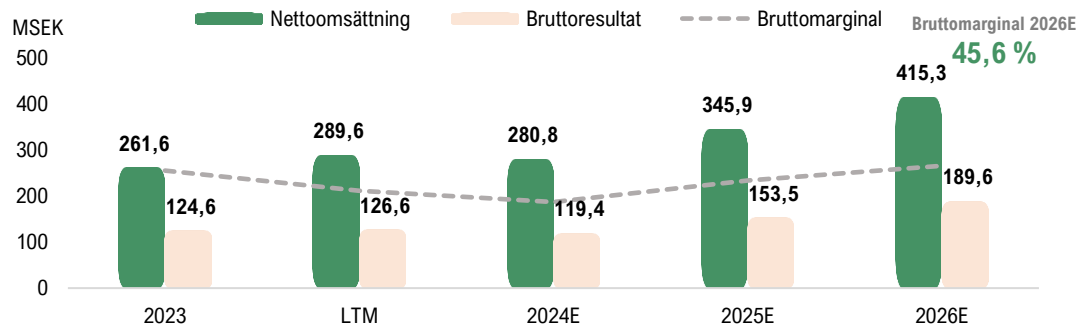
346 MSEK
OMSÄTTNING 2025E

Bruttokostnader

Refine bruttokostnader utgörs av kostnaden för sålda varor, men innefattar likväl kostnader hänförliga till frakt, leverans till kund och till viss del marknadsföringskostnader. Under helåret 2023 uppgick bruttoresultatet till 125 MSEK, motsvarande en bruttomarginal om ca 45 %. Inom affärsområdet Products uppgår den historiska genomsnittliga bruttomarginal till 41 % (2018-2023), medan den inom affärsområdet Digital Services uppgår den historiska genomsnittliga bruttomarginalen till cirka 76 %. Därtill har Heep inom Digital Services historiskt sett dragit ned bruttomarginalerna till följd av vidarefakturerings av annonser, vilket är ett erbjudande som successivt har fasats ut, vilket följaktligen bidrar till högre marginaler för affärsområdet. Till följd av starka varumärken och intäktssynergier inom Koncernen, vilket estimeras bidra till en ökad kundlojalitet och korsförsäljning, som resulterar i högre ROI av marknadsföringsinsatser och högre LTV per kund inom affärsområdet Products. Inom Digital Services estimeras en högre bruttomarginal under år 2025, som ett resultat av en högre andel högmarginalstjänster, samt att Awelin och Lybe utgör lejonparten av affärsområdet. Sammantaget estimerar Analyst Group stigande bruttomarginaler under prognosperioden. För helåret 2025 estimeras Refine kunna uppvisa ett bruttoresultat om 153 MSEK, motsvarande en marginal om 44 % och under helåret 2026 estimeras bruttomarginalen uppgå till 45,6 %.

Refines bruttomarginaler estimeras stiga under prognosperioden

Nettoomsättning, bruttokostnader och bruttomarginaler, 2023-2026E.



Källa: Analyst Groups prognos

Rörelsekostnader

Avseende rörelsekostnader så utgör övriga externa kostnader den största utgiften, uppgående till cirka 67 MSEK under helåret 2023. Dessa kostnader omfattar olika utgifter relaterade till lokaler, overheadkostnader, försäljning, marknadsföring, administration och andra operativa kostnader, där marknadsföring estimeras utgöra den största kostnadsdrivaren. Förutom en generell ökning av andra operativa kostnader, när Refine ökar försäljningen, estimerar Analyst Group att det kommer att ske en fortsatt tillväxt i marknadsföringsinsatser för att möjliggöra ytterligare expansion, men även relaterade till geografisk expansion. Övriga externa kostnader utgjorde 24 % av nettoomsättningen under helåret 2023, medan personalkostnader utgjorde 19 % av nettoomsättningen under helåret 2023. Medelantalet anställda under helåret 2023 uppgick till 77 personer då kostnadsposten uppgick till cirka 52 MSEK under år 2023. Inom affärsområdet Products sker större delen av försäljningen via egna digitala kanaler, samtidigt som Bolaget även innehar fysiska butiker, i linje med en del av varumärkenas omnichannel-modell. Dock förväntas personalkostnaderna växa i en lägre takt än intäkterna, till följd av en hög grad av digital försäljning inom Products, samtidigt ska det tilläggas att personalkostnader utgör den största kostnadsposten inom affärsområdet Digital Services, till skillnad från Products. Till följd av att affärsområdet Digital Services estimeras växa snabbare än affärsområdet Products estimeras dock personalkostnader växa i en högre takt än övriga externa kostnader. Under helåret 2026 estimeras övriga externa kostnader utgöra cirka 18 % av Refines nettoomsättning, medan personalkostnader estimeras utgöra cirka 15 %.

Avseende nettoinvesteringar så aktiverar inte Refine några utvecklingskostnader gällande exempelvis teknikinvesteringar, men Bolaget förväntas ändå genomföra enstaka investeringar som skrivs av. I övrigt utgörs av- och nedskrivningar i synnerhet av Goodwill som är kopplade till förvärven, vilka dock inte är kassaflödespåverkande och skrivs av enligt K3. Givet en historiskt bevisad god lönsamhet i underliggande operativa dotterbolag och i takt med en ökad försäljning estimeras Bolagets lönsamhet normaliseras. Analyst Group bedömer att Refines lönsamhet successivt kommer stiga under prognosperioden, där vi estimerar en EBITDA-marginal om 4 % under helåret 2024, för att sedan uppgå till 10 % under helåret 2025 och slutligen 13 % under helåret 2026.

13 %
EBITDA-MARGINAL
2026E

En finansiell överblick av Analyst Groups prognoser

Prognos, Base scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	261,6	261,0	280,8	345,9	415,3
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,2	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	263,0	281,0	346,0	415,3
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-161,6	-192,5	-225,7
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	119,4	153,5	189,6
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	42,5%	44,4%	45,6%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-59,3	-64,2	-73,9
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-47,7	-53,3	-62,3
EBITDA	16,0	0,1	3,0	12,1	35,8	53,1
EBITDA-marginal	7%	0,0%	1,1%	4%	10%	13%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-40,9	-35,3	-29,0
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-28,7	0,5	24,1
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-10%	0%	6%

¹ Avser konsoliderade siffror för Refine Group enligt årsredovisning 2023.² Utgör proforma redovisning, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen tolv månaderna, där Koncernens overhead-kostnader är exkluderade.

För att härleda en värdering av Refine har Analyst Group undersökt ett brett spektrum av börsnoterade företag med huvudsaklig verksamhet inom digital handel. Jämförelsebolagen erbjuder ett varierat produktutbud men delar generellt ett starkt fokus på digital handel. Refine är verksamma inom tre affärssegment inom affärsområdet Products, vilket omfattar Home, Beauty och Lifestyle, och därmed erbjuder ett varierat produktutbud. Utöver detta har Refine även affärsområdet Digital Services, vilket skiljer sig från traditionella detaljhandelsföretag med hög grad av digital handel när det gäller affärsmodell, marginaler och kapitalbindning. Affärsområdet utgör dock en mindre del av Refine, och jämförelsebolagen består primärt av noterade företag inom e-handel eller omnichannel-modeller. Urvalet av jämförelsebolag har därför valts att vara större och består av totalt 14 bolag.

Urval av nyckeltal peer-gruppen

1,0X
GENOMSNTTLIG
EV/S-MULTIPEL
(2024E)

10,2x
GENOMSNTTLIG
EV/EBITDA (2024E)

924 MSEK
MEDIAN
MARKNADSVÄRDE

8,9 %
GENOMSNTTLIG
TILLVÄXT Y-Y
(2024E)

10,2 %
GENOMSNTTLIG
EBITDA-MARGINAL
(2024E)

Kort överblick av jämförelsebolag avseende verksamhetsområde och marknadsplats

DESENIO GROUP

E-handelsföretag inom vägskonst.

Marknadsplats: First North

Purefun

E-handelsföretag inom sällanköpsvaror.

Marknadsplats: First North



Erbjuder sportfiskeprodukter via e-handel och butik.

Marknadsplats: First North

avensia

Levererar e-handelslösningar och digital infrastruktur.

Marknadsplats: First North

Online Brands

Driver, utvecklar och förvärvar e-handelsverksamheter.

Marknadsplats: First North

NELLY

Erbjuder kläder och accessoarer D2C via e-handel.

Marknadsplats: Small Cap

PIERCE

E-handelsföretag inom motercykelutrustning.

Marknadsplats: Small Cap

RUGVISTA

Onlineförsäljning av mattor via webbutiker.

Marknadsplats: First North

LYKO

Erbjuder skönhetsprodukter inom hud- och hårvård.

Marknadsplats: First North

bhg.

Återförsäljare av bygg- och heminredningsprodukter.

Marknadsplats: Mid Cap

RevolutionRace

E-handel inom kläder, skor och accessoarer för friluftsliv.

Marknadsplats: Mid Cap

Boozt

Säljer mode-, sport-, hem- och skönhetsprodukter.

Marknadsplats: Mid Cap

NewWave

Erbjuder diverse produkter inom sport och inredning.

Marknadsplats: Large Cap

matas

Säljer produkter inom skönhet och hälsa.

Mid Cap Copenhagen

Bolag	Equity	Enterprise	EV/S		EV/EBITDA		Intäkts	EBITDA	Intäkts	Intäkts	EBITDA	EBITDA
	Value	Value	2024E	2025E	2024E	2025E	CAGR	CAGR	tillväxt	tillväxt	marginal	marginal
	(MSEK)	(MSEK)					2022-2025E	2022-2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Detaljhandelsbolag												
Desenio	30	1 078	1,1x	1,1x	13,3x	9,1x	0,8%	-7,1%	-2,9%	5,4%	8,7%	12,0%
Purefun	119	124	0,6x	0,6x	7,4x	5,6x	14,7%	37,1%	4,7%	10,1%	8,2%	10,0%
Söder Sportfiske	229	201	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Avensia	346	389	0,9x	0,9x	7,4x	6,5x	0,7%	128,1%	1,3%	5,2%	12,5%	13,5%
Online Brands	298	325	1,0x	n.a.	15,5x	n.a.	n.a.	n.a.	8,3%	n.a.	6,5%	n.a.
Nelly	837	886	0,8x	0,8x	12,5x	9,9x	-4,6%	n.a.	2,7%	3,4%	6,5%	7,9%
Pierce	754	451	0,3x	0,3x	4,5x	3,6x	0,1%	n.a.	3,0%	5,7%	6,4%	7,6%
Rugvista	1 010	873	1,2x	1,1x	10,0x	6,6x	7,1%	15,3%	0,4%	11,7%	12,4%	16,7%
Lyko Group	1 767	2 781	0,8x	0,7x	11,0x	8,9x	19,3%	24,3%	19,1%	16,1%	7,0%	7,4%
BHG Group	2 827	5 123	0,5x	0,5x	8,3x	8,0x	-8,0%	-7,6%	-16,8%	6,6%	6,3%	6,1%
Revolution Race	5 422	5 139	2,4x	2,0x	13,0x	11,4x	24,8%	6,5%	35,7%	22,2%	18,7%	17,4%
Boozt	7 500	7 743	0,9x	0,8x	11,4x	10,0x	11,1%	15,2%	8,6%	9,9%	8,1%	8,4%
New Wave Group	10 241	12 218	1,2x	1,2x	7,3x	6,2x	6,0%	3,7%	3,0%	7,6%	17,1%	18,6%
Matas	7 294	10 556	1,6x	1,3x	10,5x	8,6x	24,2%	15,1%	49,3%	24,3%	15,0%	14,7%
Maximum	10 241	12 218	2,4x	2,0x	15,5x	11,4x	24,8%	128,1%	49,3%	24,3%	18,7%	18,6%
75th Percentile	4 773	5 135	1,2x	1,1x	12,5x	9,3x	15,9%	22,0%	8,6%	12,8%	12,5%	15,2%
Median	924	982	0,9x	0,9x	10,5x	8,3x	6,6%	15,2%	3,0%	8,8%	8,2%	11,0%
Mean	2 762	3 421	1,0x	0,9x	10,2x	7,9x	8,0%	23,1%	8,9%	10,7%	10,2%	11,7%
25th Percentile	310	405	0,8x	0,6x	7,4x	6,5x	0,6%	4,4%	1,3%	5,6%	6,5%	7,9%
Minimum	30	124	0,3x	0,3x	4,5x	3,6x	-8,0%	-7,6%	-16,8%	3,4%	6,3%	6,1%
Refine	60	92	0,3x	0,3x	6,9x	2,3x	14%	31%	7%	23%	4%	10%

Källa: TIKR.com

Värdering: Base scenario

För att ge perspektiv på hur Refine står sig mot peers, redogörs samtliga av bolagens omsättningstillväxt både Y-Y för år 2024 och 2025, samt årlig omsättningstillväxt mellan åren 2022-2025. Därutöver redogörs lönsamhet på EBITDA-nivå för år 2024 och 2025, samt årlig EBITDA-tillväxt mellan åren 2022-2025. Vidare, redogörs peer-bolagens multiplar avseende försäljning och lönsamhet på EBITDA-nivå avseende åren 2024 och 2025, givet tillgängliga estimat på peers, vilket sätts i relation till Analyst Groups prognoser för Refine.

Med tanke på att Refine på proforma-basis, avseende underliggande helägda dotterbolag, historiskt har uppvisat en god och stabil lönsamhet på EBITDA-nivå, har Analyst Group baserat värderingen på EV/EBITDA-multipeln för att härleda ett motiverat värde per aktie för Refine. Under de senaste tolv månaderna (LTM) uppgår Refines nettoomsättning till 289,6 MSEK och EBITDA-resultat uppgår till 4,9 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 2 % (konsoliderade siffror). Historiskt, baserat på proforma-siffror avseende Refines underliggande helägda dotterbolag, har Refine uppvisat en längre tid av god lönsamhet, med en genomsnittlig EBITDA-marginal avseende åren 2018-2023 uppgående till 12 %. Även om Refine har navigerat i en utmanande marknad under år 2023, vilket har pressat lönsamheten, så har Refine utvecklats i linje eller starkare än marknaden inom affärsområdet Products. Analyst Group har estimerat en gradvis återhämtning av marknaden, vilket i kombination med stark varumärkeskänedom och geografisk expansion, resulterar i en gradvis återgång till historiska nivåer, både avseende tillväxt och lönsamhet. Analyst Group har dock valt att anta ett konservativt antagande avseende Refines lönsamhet, då vi estimerar en EBITDA-marginal om cirka 10 % för helåret 2025, trots att marknaden redan har påvisat en återhämtning.

Refine är dock ett mindre bolag än jämförelsegruppen både avseende börsvärde och omsättning, vilket medför ett högre avkastningskrav, varför en värderingsrabatt motiveras. Utifrån jämförelsen estimeras peer-bolagen uppvisa en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om 8 % mellan åren 2022-2025, men där Refine estimeras uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 14 %, således högre än peer-bolagen. Avseende EBITDA-tillväxten (CAGR) estimeras peer-bolagen uppvisa en genomsnittlig EBITDA-tillväxt (CAGR) om 23 % mellan åren 2022-2025, medan Refine estimeras uppvisa en EBITDA-tillväxt om 31 %, vilket motiverar en värderingspremie.

Mot bakgrund av ovan resonemang anser Analyst Group att Refine bör värderas i linje med peer-gruppen, varför en EV/EBITDA-multipel om 7,9x (7,8x) appliceras på 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Detta ger, givet 2025 års estimerade EBITDA-resultat om 35,8 MSEK, ett Enterprise Value om ca 282 MSEK. Givet en tillämplig diskonteringsränta om 13,4 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,5 kr (3,5) i ett Base scenario.

Base Scenario

Estimerad EBITDA 2025E

35,8 MSEK

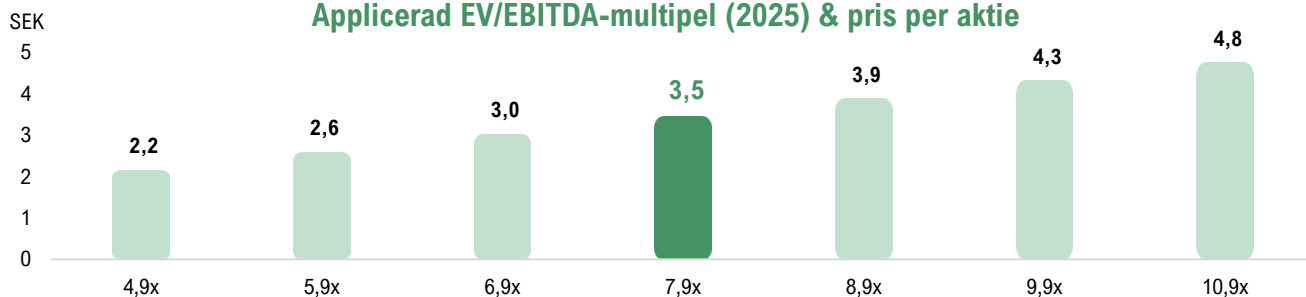
Applicerad EV/EBITDA-multipel

7,9x

Värde per aktie

3,5 SEK

Applicerad EV/EBITDA-multipel (2025) & pris per aktie



För att ge ytterligare perspektiv i relativvärderingen illustreras aktiekursen baserat på vald EV/EBITDA-multipel för 2025 års prognostiserade EBITDA-resultat.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi kompletterar upprättad relativvärdering med en diskonterad kassaflödesanalys för att ge ytterligare perspektiv på värderingen. Vår DCF utgörs av en explicit prognosperiod fram till år 2026, en normaliserad period mellan åren 2027-2033¹ samt en terminalperiod. Under den explicita prognosperioden estimeras Refine uppvisa en organisk CAGR i nettoomsättningen om 15 %, Vidare, estimeras Bolagets EBITDA-marginalen expandera från 1 % år 2023 till att närma sig historiska lönsamhetsnivåer, där vi estimerar att EBITDA-marginalen uppgår till 13 % under år 2026. Under normaliseringsperioden estimeras Refine uppvisa en CAGR i nettoomsättningen om 4 % och under terminalperioden har vi applicerat en tillväxttakt om 2 %. EBITDA-marginalen estimeras uppgå till 15 % under terminalperioden. Vi har diskonterat de framtida fria kassaflödena med en WACC om 13,4 %, vilket ger ett DCF-värde om 4,3 kr per aktie. Även om DCF-värderingen inte indikerar exakt samma värde som relativvärderingen, ser vi den ändå som ett relevant stöd till relativvärderingen.



Cash Flow Distribution

Terminalvärde **44%**

PV Normaliserad period (2027-2033E) **39%**

PV Estimerad period (2024-2026E) **16%**

Känslighetsanalys

För att illustrera hur känslig vår potentiella målkurs för Refine är av förändringar i underliggande variabler har vi valt att konstruera en känslighetsanalys avseende DCF-analysen. I känslighetsanalysen har vi valt att fokusera på vad effekten blir vid en mindre justering i residualen vad gäller terminaltillväxten och EBITDA-marginalen samt applicerad WACC. Om applicerad tillväxttakt i residualen istället uppgår till 4 % alternativt 0 %, hade motiverad målkurs på Refine motsvarat 4,8 kr respektive 4,0 per aktie, allt annat lika.

Terminal Value Assumptions

Terminaltillväxt	2%
Långsiktig EBITDA-marginal (adj)	15%
Rörelsekapital (i % av nettoomsättning)	2%
D&A (i % av nettoomsättning)	1%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	2%
Skattesats	21%

WACC Assumptions

Risikfri ränta	3%
Marknadsriskpremie	6%
Levered Beta	1,6
Small-Cap Risk Premium	4%
Company Specifik Risk Premium	0%
Cost of Equity	15%
Target Debt/(Debt+Equity)	85%
After-Tax Cost of Debt	11%

WACC 13,4%

Valuation Summary (MSEK)

PV Estimerad period (2024-2026E)	53,0
PV Normaliserad period (2027-2033E)	127,3
Terminalvärde	144,5
<i>Terminalvärde i % av Enterprise Value</i>	<i>44,5%</i>
Total Enterprise Value	324,8
Nettoskuld	32,3
Total Equity Value	292,5
Antal aktier (i miljontal)	67,5
Equity Value Per Share	4,3

Nedan illustreras vilken effekt mindre justeringar i terminaltillväxt, WACC och antagen EBITDA-marginal i residualperioden får på Refines aktiekurs.

Känslighetsanalys Refine

		Terminaltillväxt				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC	11,4%	4,9	5,2	5,5	5,9	6,4
	12,4%	4,4	4,6	4,9	5,2	5,5
	13,4%	4,0	4,1	4,3	4,6	4,8
	14,4%	3,6	3,7	3,9	4,1	4,3
	15,4%	3,3	3,4	3,5	3,7	3,8

		EBITDA-marginal (terminalperioden)				
		11,0%	13,0%	15,0%	17,0%	19,0%
WACC	11,4%	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5
	12,4%	4,0	4,4	4,9	5,3	5,7
	13,4%	3,6	4,0	4,3	4,7	5,1
	14,4%	3,3	3,6	3,9	4,2	4,5
	15,4%	3,0	3,3	3,5	3,8	4,0

¹ Bestående av två perioder, 2027-2028E samt 2029-2033E.

Bull Scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Marknaden inom digital handel återhämtar sig snabbare än förväntat, där en ökad köpvilja hos konsumenterna resulterar i en hög efterfråga inom respektive varumärke inom affärsområdet Products, vilket likväl möjliggör en snabbare och starkare återgång till historiska lönsamhetsmarginaler.
- Till följd av en starkare marknad inom den digitala handeln ökar även investeringsviljan hos företag som är verksamma inom den digitala handeln, vilket i kombination med ett stärkt tjänste- och mjukvaruerbjudande estimeras resultera i en högre tillväxttakt inom affärsområdet Digital Services.
- Dotterbolagen Gasoltuben och SQRTN Company ökar marknadsinsatserna i flertalet länder i Europa, däribland Danmark, Finland och Tyskland, vilket görs framgångsrikt och respektive varumärke når en högre tillväxttakt genom geografisk expansion.

Givet ovan, estimeras Refine växa och uppnå en CAGR om 27 % (2023-2026E), och nå en nettoomsättning om 435 MSEK under år 2025, med ett EBITDA-resultat om cirka 59 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 13,5 %. I ett Bull scenario appliceras en EV/EBITDA-multipel om 7,9x för Refine på 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Detta ger, givet 2025 års estimerade EBITDA-resultat om 58,9 MSEK, ett Enterprise Value om ca 466 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 5,6 kr i ett Bull scenario.¹

Bear Scenario

Följande är ett urval av ett potentiella händelseförlopp i ett Bear scenario:

- Utmaningarna inom den digitala handeln med en minskad köpvilja hos konsumenten kvarstår och återhämtningen inom marknaden tar längre tid än estimerat, vilket bidrar till en minskad efterfråga inom affärsområdet Products. Refines dotterbolag inom affärsområdet Products får även svårigheter att ta ytterligare marknadsandelar, vilket bidrar till en lägre omsättningstillväxt och lägre lönsamhetsmarginaler.
- Till följd av en fortsatt utmanande marknad inom den digitala handeln bibehålls investeringsviljan på låga nivåer för digital marknadsföring av företag som är verksamma inom den digitala handeln, vilket resulterar i ett kundbortfall och en lägre tillväxttakt inom affärsområdet Digital Services.
- Dotterbolagen inom affärsområdet Products genomför marknadsåtgärder med låg ROI och försök till en geografisk expansion bär inte frukt och blir kostsamt, vilket hämmar marginalerna. Därutöver genomför Refine teknikinvesteringar i dotterbolagen, vilket likväl bidrar till ökade kostnader eller CAPEX, samtidigt som omsättningen inte återgår till historiska nivåer.

Givet ovan, estimeras Refine växa i en lägre tillväxttakt där CAGR uppgår till 5 % (2023-2026E), och nå en nettoomsättning om 282 MSEK under år 2025, med ett EBITDA-resultat om cirka 2,2 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 1 %. Till följd av att lönsamheten fortsatt är låg och inte har normaliserats till historiska nivåer appliceras en EV/S-multipel om 0,3x, vilket är i linje med det lägre intervallet i peer-gruppen, för Refine på 2025 års estimerade nettoomsättning. Detta ger, givet 2025 års estimerade nettoomsättning om 282 MSEK, ett Enterprise Value om ca 77 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,6 kr i ett Bear scenario.¹

Bull Scenario

Estimerad EBITDA 2025E

58,9 MSEK

Applicerad EV/EBITDA-multipel

7,9x

Värde per aktie

5,6 SEK**Bear Scenario**

Estimerad omsättning 2025E

282 MSEK

Applicerad EV/S-multipel

0,3x

Värde per aktie

0,6 SEK

¹ Se Appendix sida 24-25 för prognoser i Bull- respektive Bear scenario.

Ledning

David Wallinder, Grundare och VD för Refine



David har en bakgrund som entreprenör inom tekniksektorn där hand grundat och lett flera bolag, bland annat Refine Group, MandySkin samt noterade Fragbit Group. Därtill har David erfarenhet från styrelseuppdrag, rådgivande positioner och olika roller inom investeringsverksamhet.

Aktieinnehav i Refine Group: 5 142 847 aktier (7,6 %).

Christer Karlsson, CFO för Refine



Christer har en lång och gedigen erfarenhet inom finans, redovisning och försäkring, där han har haft ledande roller, som bland annat CFO, på företag som Aspia and Tennant Försäkring, Nordea Life & Pension och Lendify, för att nämna några.

Aktieinnehav i Refine Group: 200 000 aktier (0,3 %).

Sofia Bertils, COO för Refine



Sofia har omfattande och gedigen erfarenhet för marknader relaterade till e-handel, B2C och digitala plattformar, genom ledningsarbete och VD för bolag som AB Skruvat Reservdelar, Bythjul Norden AB, Rapunzel of Sweden AB, Bokus AB, samt andra diverse uppdrag som VD och styrelseledamot.

Aktieinnehav i Refine Group: 58 054 aktier (0,1 %).

Styrelsen

Luca Di Stefano, styrelseordförande



Luca har tidigare erfarenhet som investerare, styrelseproffs och grundare av flertalet bolag inom media, e-handel och IT. Sedan 2017 även haft en aktiva roller som vd/operativ ansvarig och styrelseledamot för flera tillväxtbolag.

Aktieinnehav i Refine Group: 916 594 aktier (1,4 %).

Simon Petrén, styrelseledamot



Simon har tidigare erfarenhet inom företagsledning som grundare och VD för det noterade bolaget Humble Group, samt grundare och före detta VD för Pändy Foods, samt erfarenhet som investerare i olika sektorer.

Aktieinnehav i Refine Group: 1 020 053 aktier (1,5 %).

André Lago, styrelseledamot



André Lago är global e-handelschef på GANT och har tidigare erfarenhet från en rad olika ledande roller inom digital handel (från bl.a. Indiska och Ve Global). Han har inga andra styrelseuppdrag och han är oberoende.

Aktieinnehav i Refine Group: 0 aktier (0 %).

Prognos, Base scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	289,6	280,8	345,9	415,3	289,6
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,5	0,2	0,1	0,0	1,5
Totala intäkter	233,6	291,1	281,0	346,0	415,3	291,1
Bruttokostnader	-135,6	-164,5	-161,6	-192,5	-225,7	-164,5
Bruttoresultat	98,0	126,6	119,4	153,5	189,6	126,6
Bruttomarginal	41,9%	43,5%	42,5%	44,4%	45,6%	43,5%
Övriga externa kostnader	-31,9	-71,2	-59,3	-64,2	-73,9	-71,2
Personalkostnader	-49,8	-49,9	-47,7	-53,3	-62,3	-49,9
EBITDA	16,0	0,1	4,9	12,1	35,8	53,1
EBITDA-marginal	7%	0,0%	1,7%	4%	10%	13%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	-291,6	-40,9	-35,3	-29,0
EBIT	-11,5	-290,4	-286,6	-28,7	0,5	24,1
EBIT-marginal	-5%	-111%	-99%	-10%	0%	6%

DCF - Base scenario (MSEK)	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod							Terminal
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Value
NOPAT	-29	0	19	28	32	35	36	37	38	40	62
+ D&A	41	35	29	24	20	18	18	18	18	18	7
- CAPEX	2	3	3	4	5	6	7	7	7	7	16
Ökning (-) / Minskning (+) i rörelsekapitalet	-6	-9	-6	-8	-18	-24	0	1	1	1	0
Fritt kassaflöde	4	24	39	39	28	22	46	49	50	51	53
Fritt kassaflöde (diskonterat)	4	20	29	26	16	11	21	19	18	16	145

DCF - Base scenario (MSEK)	
WACC	13,4%
Nuvärde fria kassaflöden	180
Terminalvärde	145
Enterprise Value	325
Nettoskuld	32
Equity Value	293
Antal aktier (i miljontal)	67,5
Värde per aktie (SEK)	4,3

Förändringar av estimat MSEK	Nya estimat		Tidigare estimat	
	2024E	2025E	2024E	2025E
Nettoomsättning	280,8	345,9	278,0	342,9
Bruttoresultat	119,2	153,4	122,1	153,5
Bruttomarginal (adj)	42,5%	44,3%	43,9%	44,8%
SG&A	-107,3	-117,6	-108,2	-117,3
EBITDA	12,0	35,8	13,7	36,1
EBITDA-marginal	4%	10%	5%	11%
EBIT	-28,9	0,5	-27,2	0,8
EBIT-marginal	-10%	0%	-10%	0%

¹ Avser konsoliderade siffror för Refine Group enligt årsredovisning 2023.

² Utgör proforma redovisning, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen tolv månaderna, där Koncernens overhead-kostnader är exkluderade. Enbart intäkter och EBITDA hämtat från senaste delårsrapport.

Base scenario MSEK	2023	2024E	2025E	2026E
Tillgångar				
Goodwill	312	272	237	209
Övriga immateriella anläggningstillgångar	0	0	2	2
Summa immateriella tillgångar	312	272	239	211
Materiella anläggningstillgångar	3	3	3	3
Finansiella tillgångar	4	4	4	4
Summa anläggningstillgångar		278	246	218
Färdiga varor och handelsvaror	37	31	34	37
Kundfordringar	15	12	13	15
Övriga fordringar	6	6	7	10
Förutbetalade kostnader och upplupna intäkter	6	6	7	9
Summa omsättningstillgångar (exkl. kassa)	65	55	62	71
Kassa	32	15	28	61
Summa omsättningstillgångar	97	70	90	132
Total tillgångar	415	348	336	350
Eget kapital & skulder				
Eget kapital	217	195	190	217
Innehav utan bestämmande inflytande	2	2	2	2
Summa eget kapital	219	197	191	218
Övriga långsiktiga skulder	33	30	27	24
Summa långfristiga skulder	33	30	27	24
Checkräkningskredit	4	6	6	8
Skulder till kreditinstitut	45	22	20	19
Kortfristiga tilläggsköpekillingar	15	15	15	0
Förskott från kunder	5	0	0	0
Leverantörsskulder	19	20	23	26
Övriga skulder	66	50	45	45
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	8	8,4	8,6	8,7
Summa kortfristiga skulder	163	121	118	107
Summa eget kapital & skulder	415	348	336	350

Prognos, Bull scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	261,6	261,0	327,4	435,2	566,3
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,2	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	261,0	327,5	435,2	566,3
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-175,9	-223,8	-284,0
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	151,6	211,5	282,3
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	46,3%	48,6%	49,9%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-65,5	-81,8	-103,1
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-55,7	-70,5	-87,2
EBITDA	16,0	0,1	3,0	30,1	58,9	91,7
EBITDA-marginal	7%	0,0%	1,1%	9%	14%	16%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-40,9	-35,3	-29,0
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-10,7	23,6	62,7
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-3%	5%	11%

¹ Avser konsoliderade siffror för Refine Group enligt årsredovisning 2023.

² Utgör proforma redovisning, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen tolv månaderna, där Koncernens overhead-kostnader är exkluderade. Enbart intäkter och EBITDA hämtat från senaste delårsrapport.

Prognos, Bear scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	261,6	261,0	259,2	281,8	319,4
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,2	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	261,0	259,3	281,9	319,4
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-159,3	-173,0	-191,3
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	100,0	108,9	128,1
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	38,6%	38,6%	40,1%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-59,6	-58,6	-65,2
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-47,9	-47,9	-51,1
EBITDA	16,0	0,1	3,0	2,2	11,7	18,3
EBITDA-marginal	7%	0,0%	1,1%	1%	4%	5%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-35,3	-29,0	-23,8
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-33,1	-17,3	-5,5
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-12%	-5%	-1%

¹ Avser konsoliderade siffror för Refine Group enligt årsredovisning 2023.

² Utgör proforma redovisning, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen tolv månaderna, där Koncernens overhead-kostnader är exkluderade. Enbart intäkter och EBITDA hämtat från senaste delårsrapport.

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Refine Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.