

Stärkt balansräkning och fokus mot färre vertikaler

Refine Group AB ("Refine", "Koncernen" eller "Bolaget") är en varumärkesgrupp med ett digitalt fokus som är verksam inom två affärsområden, vilka utgörs av Products och Digital Services. Refine har verkat i en utmanande marknad under åren 2023 och 2024, men har förbättrat den operativa positionen för att driva lönsamma affärer, samtidigt som en stegvis återhämtning av köpkraften hos hushållen förväntas öka efterfrågan. Givet ett starkt fokus på Koncernens initiativ, vilket i kombination med signaler om en starkare konsumentmarknad, förväntas Refine återgå till lönsam tillväxt framgent. För år 2025 estimeras ett EBITDA-resultat om 23 MSEK, och baserat på en EV/EBITDA-multipel om 10x härleds ett potentiellt nuvärde om 3,0 kr per aktie i ett Base scenario.

Visar sekventiellt positivt EBITDA-resultat

Refines nettoomsättning uppgick till 59 MSEK under Q3-24. Den konsoliderade omsättningen minskade med 21 % Y-Y, vilket förklaras av att Koncernen bestod av ett minskat antal underliggande operativa bolag. EBITDA-resultatet uppgick till 0,6 MSEK (9,8), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om cirka 1 % och innebär att Refine uppvisar ett sekventiellt positivt EBITDA-resultat. I jämförelsen Y-Y bör det tilläggas att motsvarande period föregående år (Q3-23) inkluderade en redovisningsmässig övrig rörelseintäkt om cirka 12,5 MSEK, vilket innebär att Refine ökade EBITDA-resultatet Y-Y, justerat för rörelseintäkten. Refine har därmed levererat ett starkt tredje kvartal, vilket även blir tydligt sett till omsättningen och EBITDA för de senaste tolv månaderna (LTM) avseende de operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma), där omsättningen uppgick till 264 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 8 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 3 %.

Avyttring av SQR Company

Efter kvartalets utgång meddelade Refine en försäljning av samtliga aktier i SQR Company, där köpeskillingen uppgick till 11 MSEK. Därutöver kommer SQR Company i samband med avyttringen även att återbetala en skuld till Refine Holding om cirka 1,8 MSEK. Transaktionen stängde den 23 oktober och kommer även att innebära en koncernmässig förlust (ej kassaflödespåverkande) under Q4-24. Affären innebär att Refine minskar Koncernens skuldsättning och utgör ett steg i det strategiska arbetet med att renodla Koncernen och stärka fokus där Refine bedömer en hög utvecklingspotential.

Exekverar på uttalad strategi

Refine har hittills under år 2024 levererat på Bolagets strategi att dels driva lönsamma affärer genom strategiska initiativ, dels stärka Bolagets balansräkning. Avyttringen av SQR Company innebär dock att Analyst Group har reviderat estimaten för prognosperioden, vilket resulterar i en lägre konsoliderad nettoomsättning och ett lägre rörelseresultat från och med Q4-24, samtidigt som vi estimerar ett starkare operativt fokus på Folkhemmet och Gasoltuben, vilka förväntas driva en stark lönsam tillväxt. Följaktligen har vi justerat våra värderingsintervall i samtliga tre scenarion.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,5 kr

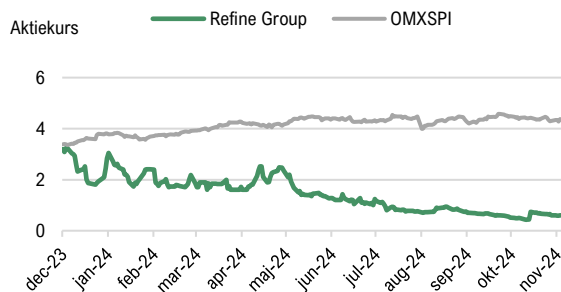
Base
3,0 kr

Bull
4,9 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-18)	0,6
Antal Aktier (st.)	67 509 765
Market Cap (MSEK)	38,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	29,5
Enterprise Value (MSEK)	67,9
Lista	First North Stockholm
Bokslutskommuniké 2024	2025-02-24

KURSVÄRDEUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

David Wallinder	7,6 %
Vestona AB	6,7 %
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	264,0	250,7	286,4	357,3
Bruttokostnader	-150,9	n.a.	-147,8	-163,0	-198,6
Bruttoresultat	110,7	n.a.	102,9	123,3	158,7
Bruttomarginal (adj.)	42,3%	n.a.	41,1%	43,1%	44,4%
Rörelsekostnader	-124,5	n.a.	-99,4	-100,1	-113,1
EBITDA	-13,8	8,0	3,5	23,3	45,6
EBITDA-marginal (adj.)	-5,3%	3,0%	1,4%	8,1%	12,8%
P/S	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
EV/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	-5,1	8,5	19,3	2,9	1,5

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
Kommentar Q3-24	3-5
Investeringssidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell prognos	11-17
Värdering	18-20
Bull & Bear	21
Ledning & Styrelse	22
Appendix	23-24
Disclaimer	25

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.

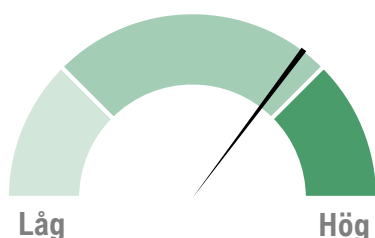
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	David Wallinder
Styrelseordförande	Luca Di Stefano

ANALYTIKER

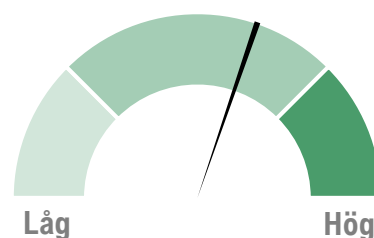
Namn	David Rimbe
Telefon	+46 703 36 33 84
E-mail	david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



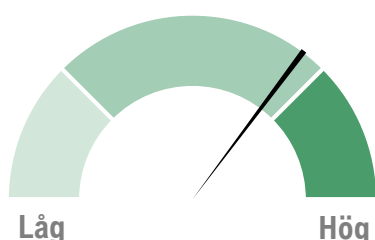
Refine Group upplevde ett utmanande marknadsklimat under år 2023 och ett första halvår 2024. Analyst Group anser att Refine har byggt upp en stark position, där flertalet varumärken, däribland Gasoltuben som förväntas stå inför stark tillväxt återigen, vilket estimeras utgöra värde drivare både på kort 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



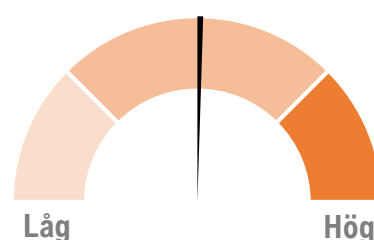
Historiskt har Refines underliggande helägda dotterbolag uppvisat en god lönsamhet med EBITDA-marginaler uppgående till närmare 16 %. Till följd av en utmanande marknad under år 2023 uppvisade Refine en marginell lönsamhet under helåret 2023 och en marginell förlust LTM, med en EBITDA-marginal om 0 % respektive -2 % (baserat på konsoliderade siffror). Refine estimeras successivt stärka lönsamheten till historiska nivåer. Betyget baseras på historisk prestation och är därmed 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 Q3-24 till ca 8,2 MSEK, där soliditeten uppgick till 56 %. Efter kvartalets utgång har dock Refine stärkt balansräkningen genom en försäljning av SQRTN. Refine minskade skuldsättningen genom en emission under Q2-24, samt genom att ytterligare amortera genom köpeskilling efter kvartalets utgång. Därmed har Refine stärkt Bolagets kapitalstruktur, vilket har bidragit till en minskad nettoskuld och lägre räntekostnader framgent.

Nettoomsättningen i linje med våra förväntningar – uppgick till 59 MSEK under kvartalet

59 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
Q3-24

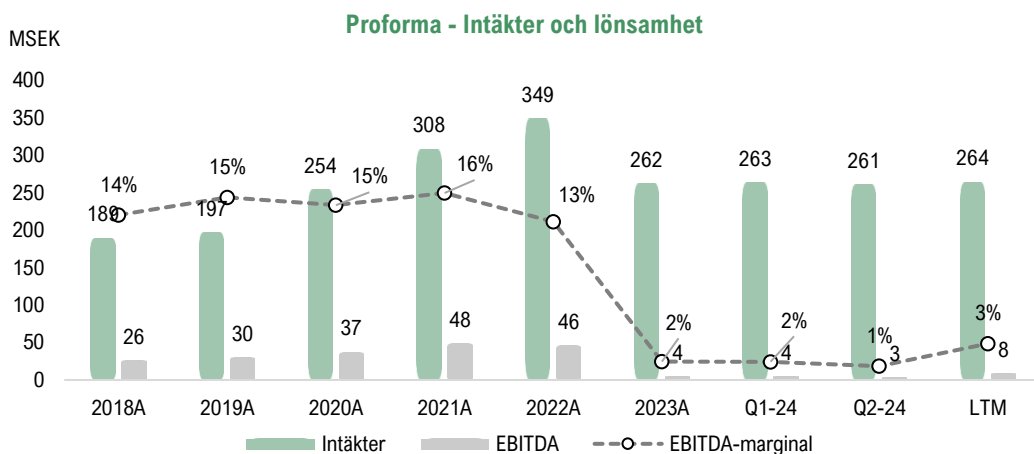
För det tredje kvartalet år 2024 uppgick nettoomsättningen till 58,6 MSEK. Sett till konsoliderade siffror, det vill säga den redovisningsmässiga rapporterade nettoomsättningen, minskade den med 21 % Y-Y. Dock är motsvarande period föregående år inte helt jämförbar, vilket förklaras av ett minskat antal underliggande operationella bolag i koncernen. Under den jämförelsebara perioden föregående år (Q3-23) bestod koncernen av iPhonebutiken (Skogstrollen) och tillgångarna från C3 Scandinavian Lifestyle, vilka har avyttrats och därmed påverkar jämförbarheten mot Q3-23.

Sett till omsättningen för de senaste tolv månaderna (LTM) för de operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma) uppgår omsättningen till 264 MSEK, vilket visar på en tillväxt för de underliggande dotterbolagen. Nettoomsättningen för helåret 2023 uppgick till 262 MSEK, och för den föregående tolv månadsperioden (Q3-23 – Q2-24) uppgick nettoomsättningen till 261 MSEK. Analyst Group ser den underliggande tillväxten som ett styrketecken och påvisar Refines förmåga att navigera en utmanande marknad med svag köpkraft hos hushållen och en prismedveten konsument. Om vi ser till den svenska marknaden för e-handeln kan vi se en stark avslutning av kvartalet, där Svensk Handels e-handelsindikator tyder på en stark återhämtning i september månad. Liknande signaler går att tyda i Refines delårsrapport, där VD David Wallinder uppgav att Folkhemmet visade en organisk omsättningstillväxt om cirka 8 % under kvartalet, trots fortsatt påverkan av tidigare leveransstörningar. Refine upplever även en ökad efterfrågan på flera av de tjänster som dotterbolagen inom Digital Service erbjuder. Sett till den konsoliderade omsättningen LTM (Q4-23 – Q3-24) uppgick den till cirka 274 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.

264 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
PROFORMA (LTM)



Källa: Refine och Analyst Group

Utvecklingen inom affärsområdet Products visar tecken på en förbättrad marknadssituation

Som en varumärkesgrupp med ett starkt digitalt fokus är Refines utveckling beroende av marknaden. Refine har under 2023 och 2024 verkat i en utmanande marknad genom att e-handelsmarknaden som helhet i Sverige och Europa har drabbats av en lägre efterfrågan till följd av minskad köpkraft hos konsumenterna. Under det tredje kvartalet har marknaden fortsatt varit utmanande, vilket även bekräftas av tongångarna på marknaden samt från andra börsnoterade bolag inom e-handeln, särskilt där en mer prismedveten konsument lyfts fram.

Marknadsdata visar dock på en återhämtning i slutet av det tredje kvartalet, och i takt med att räntesänkningarna slår igenom förväntas konsumentförtroende och köpkraft återigen öka. Refine är verksam genom dotterbolag 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 bestod under kvartalet av fem dotterbolag (per den 8 november består affärsområdet av fyra dotterbolag), där de största dotterbolagen inom affärsområdet är Folkhemmet och Gasoltuben.

**TECKEN PÅ EN
FÖRBÄTTRAD
MARKNAD**

FOLKHEMMET
UPPVISAR EN
ORGANISK
TILLVÄXT OM
8 % Y-Y

Under föregående kvartal (Q2-24) drabbades dotterbolaget Folkhemmet av leveransstörningar på grund av problem hos en av Koncernens större leverantörer av utemöbler, vilket påverkade Folkhemmets försäljning negativt och resulterade i en minskad försäljning i jämförelse med Q2-23. Leveransproblemen drabbade Folkhemmet under våren och sommaren och påverkade till viss grad även det tredje kvartalet. I takt med att försäljningen skiftade mot inomhusmöbler under Q3-24 har Folkhemmet kunnat kompensera för leveransproblemen, vilket resulterade i en organisk omsättningstillväxt om cirka 8 % under kvartalet. Samtidigt uppger Refines VD, David Wallinder, att inledningen av Q4-23 visar på en god organisk tillväxt för dotterbolaget, vilket förväntas vara ett resultat av koncernens strategiska insatser som har ökat försäljningen av egna varumärken, samt en återgång till en mer normaliserad marknad med en successivt köpstarkare konsument. Under slutet av kvartalet meddelade Refine även att dotterbolaget Folkhemmet kommer att stänga en olösam butik i Uppsala, vilket förväntas ha en positiv effekt på rörelseresultatet under 2025, vilket vi kommenterade [här](#).

SÄLJER AV SQRTN
COMPANY FÖR
11 MSEK

Efter kvartalets utgång meddelade Refine den 18 oktober att Koncernen har ingått ett avtal via Refine Holding med grundarna av SQRTN avseende försäljning av samtliga aktier i SQRTN, där köpeskillingen uppgår till 11 MSEK för samtliga aktier i dotterbolaget. Därutöver kommer SQRTN i samband med avyttringen även återbetala en skuld till Refine Holding om cirka 1,8 MSEK. Den 23 oktober meddelade Refine att avyttringen av SQRTN Company har fullföljts och att SQRTN därmed inte kommer konsolideras i koncernens redovisning från och med den 23 oktober. Det ska tilläggas att avyttringen resulterar i en koncernmässig förlust om cirka 29 MSEK, men det är viktigt att förtydliga att det är en redovisningsmässig förlust som inte påverkar Koncernens kassaflöde. Därmed kommer affärsområdet Products framgent utgöras av fyra dotterbolag: Folkhemmet, Gasoltuben, Browgame och Mandyskin, medan koncernen som helhet består av sju operativa dotterbolag. Köpeskillingen för SQRTN uppgick till 11 MSEK, och SQRTN återbetalade även en skuld till Refine om cirka 1,8 MSEK, vilket innebär att Refine stärkte balansräkningen med totalt cirka 12,8 MSEK. Avyttringen av SQRTN belyser samtidigt värdet i Refines underliggande dotterbolag, där Refines Market Cap innan annonseringen av avyttringen (stängningskurs 17/10) uppgick till 29,3 MSEK och 40,5 MSEK baserat på stängningskursen den 7 november (igår). Läs hela vår kommentar på avyttringen [här](#).

Sekventiellt positivt EBITDA-resultat

Under kvartalet uppgick Refines bruttomarginal till cirka 40 % (48 %), där den jämförelsebara perioden (Q3-23) inkluderade en redovisningsmässig övrig rörelseintäkt om cirka 12,5 MSEK avseende en utebliven tilläggsköpeskillning, vilket redovisningsmässigt stärkte marginalerna och lönsamheten under den jämförbara perioden. Därutöver, som tidigare nämnts, har dotterbolag avyttrats, vilket gör att jämförelsen inte är helt rättvisande. Samtidigt ska det tilläggas att den justerade bruttomarginalen under motsvarande period föregående år (Q2-24), exklusive övriga rörelseintäkter, uppgick till 39,2 %, vilket innebär att Refine under kvartalet stärkte bruttomarginalen. Vidare har Refine drivit och fortsätter driva strategiska initiativ, vilka innefattar ett breddat sortiment av egna varumärken, automatiseringar och effektiviseringar, vilket förväntas ha stärkt bolagets försäljning och marginaler och bedöms ha påverkat kvartalet positivt samt estimeras kunna stärka bruttomarginalen framgent. Ett kvitto på de strategiska initiativen är att Folkhemmet har stärkt bruttoresultatet cirka 34 % under kvartalet.

0,6 MSEK
EBITDA-RESULTAT
Q3-24

Under kvartalet uppgick EBITDA-resultatet till 0,6 MSEK (9,8), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om cirka 1 % (11 %). Samtidigt ska det tilläggas att jämförelseperioden är positivt påverkad av den redovisningsmässiga rörelseintäkten om 12,5 MSEK, vilket gör att den justerade EBITDA-marginalen för motsvarande period föregående år (Q3-23) uppgick till -4 %. Det positiva EBITDA-resultatet om 0,6 MSEK innebär att Refine sekventiellt uppvisar ett positivt EBITDA-resultat, där bolaget uppvisade under föregående kvartal (Q2-23) ett positivt EBITDA-resultat om 2,1 MSEK, och har stärkt lönsamheten med 3,3 MSEK Y-Y, vilket Analyst Group anser är ett ytterligare steg mot en normaliserad lönsamhet för Koncernen. Sett till rörelsekostnaderna (exkl. COGS och avskrivningar), vilka uppgick till 23,5 MSEK, kan detta jämföras med föregående kvartal som var 28,7 MSEK, eller motsvarande period föregående år som var 31,9 MSEK. Refine har därmed fortsatt drivits med god kostnadskontroll, och sett till operationella dotterbolag kan vi se att Refines fokus och operativa arbete för att driva lönsamma affärer ger effekt, där EBITDA-resultatet under de senaste tolv månaderna (LTM) för de operativa dotterbolagen inom koncernen (proforma) uppgår till 8 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om cirka 3 %, vilket är en förbättring mot helåret 2023 som var 2 % och LTM vid utgången av föregående kvartal (Q3-23 – Q2-24) som var 1 %.

Minskad skuldsättning genom avyttringen av SQRTN Company

Vid utgången av Q3-24 uppgick kassan till 8,2 MSEK, vilket motsvarar en minskning om cirka 10,8 MSEK jämfört med utgången av föregående kvartal som var 19,1 MSEK. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -13,4 MSEK, vilket förklaras av en betydande minskning av kortfristiga skulder och därmed tynger kassaflödet från den löpande verksamheten under kvartalet. Efter kvartalets utgång har Refine avyttrat dotterbolaget SQRTN Company till en köpeskilling om 11 MSEK. Försäljningen av dotterbolaget är ett steg i det arbete Refine har genomfört under 2023 och hittills under 2024 för att renodla verksamheten mot färre vertikaler och stärka Koncernens fokus på de dotterbolag som har starkast utvecklingspotential. Renodlingen av verksamheten genomförs även i syfte att stärka balansräkningen, vilket är ett arbete Refine har drivit under år 2024, genom dels amortering av bankskulden om cirka 27 MSEK i Q2-24, dels genom avyttringen av SQRTN, vilket har möjliggjort att Refine ytterligare kan amortera ned bankkulder med 15 MSEK. Detta har inneburit att all bankskuld i Refines underkoncernbolag, Refine Group Holding AB, har återbetalats och att bolaget inte längre har några utestående bankkulder. Sammantaget har Refine betydligt sänkt bolagets skuldsättning, vilket även innebär minskade räntekostnader framgent, något som förbättrar bolagets kassaflöde.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Refine har levererat en solid rapport som visar på underliggande tillväxt för de operativa bolagen, där vi ser tecken på en successiv återhämtning i marknaden. Vi anser att Refine har levererat på bolagets uttalade fokusarbete för att dels driva lönsamma affärer genom strategiska initiativ, dels stärka bolagets balansräkning. Försäljningen av dotterbolaget SQRTN Company efter kvartalets utgång innebär att bolaget minskar skuldsättningen, samtidigt som vi anser att det belyser värdet i de operativa dotterbolagen. Avyttringen innebär dock att SQRTN inte kommer att konsolideras i Koncernen från och med den 23 oktober 2024, varför vi kommer att revidera våra estimat för prognosperioden. Vidare ska det tilläggas att Refine fortsatt verkar i en utmanande marknad, men där vi anser att kvartal tre tyder på en stegvis förbättring, organisk tillväxt för de underliggande dotterbolagen och ett sekventiellt uppvisat positivt EBITDA-resultat på koncernnivå. Riksbanken genomförde i veckan en räntesänkning om cirka 50 bps, vilket förväntas stärka hushållens köpkraft, dock med en något fördröjd effekt. I kombination med underliggande drivkrafter inom marknaden bäddar detta för en gradvis förbättring i köpkraft, vilket Refine förväntas kunna kapitalisera på och därigenom driva ökad lönsam tillväxt.

Överblick över Refine Groups Q3-rapport

Nettoomsättning, tillväxt Y-Y, bruttomarginal och utgående kassa Q3-24 och LTM¹.



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

Historiskt stark tillväxttakt och god lönsamhet

Refine är en nordisk varumärkesgrupp med differentierade 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.

12 %
GENOMSNIITTLIG
EBITDA-MARGINAL
(2018-2023)

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 Gasoltuben en viktig värde drivare, vilka är verksamma på den nordiska marknaden för gasolprodukter, däribland gasolflaskor, gasolgrillar och gasolkaminer. Gasolmarknaden är fragmenterad där Gasoltuben besitter en stark marknadsposition med hög varumärkeskännetecken 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.

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

GASOLTUBEN UTGÖR
EN VIKTIG
VÄRDEDRIVARE
FRAMGENT

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
203 MSEK	3,0 SEK

Sammanfattning prognos och värdering

Givet avyttringen av SQRN Company har vi reviderat våra estimat för prognosperioden 2024-2026. Baserat på en fortsatt gradvis återhämtning inom marknaden och en starkt köpkraft hos hushållen, i kombination med vunnna marknadsandelar inom flertalet marknadsnischer estimeras vi att Refine gradvis kommer öka lönsamheten. I ett Base scenario appliceras en EV/EBITDA-multipel om 10x på 2025 års estimerade EBITDA-resultat, vilket med ett estimerat EBITDA-resultat om 23,3 MSEK motiverar ett Enterprise Value om ca 237 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt en estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,0 kr (3,5) i ett Base scenario.

Hög konkurrens inom digital handel utgör en risk

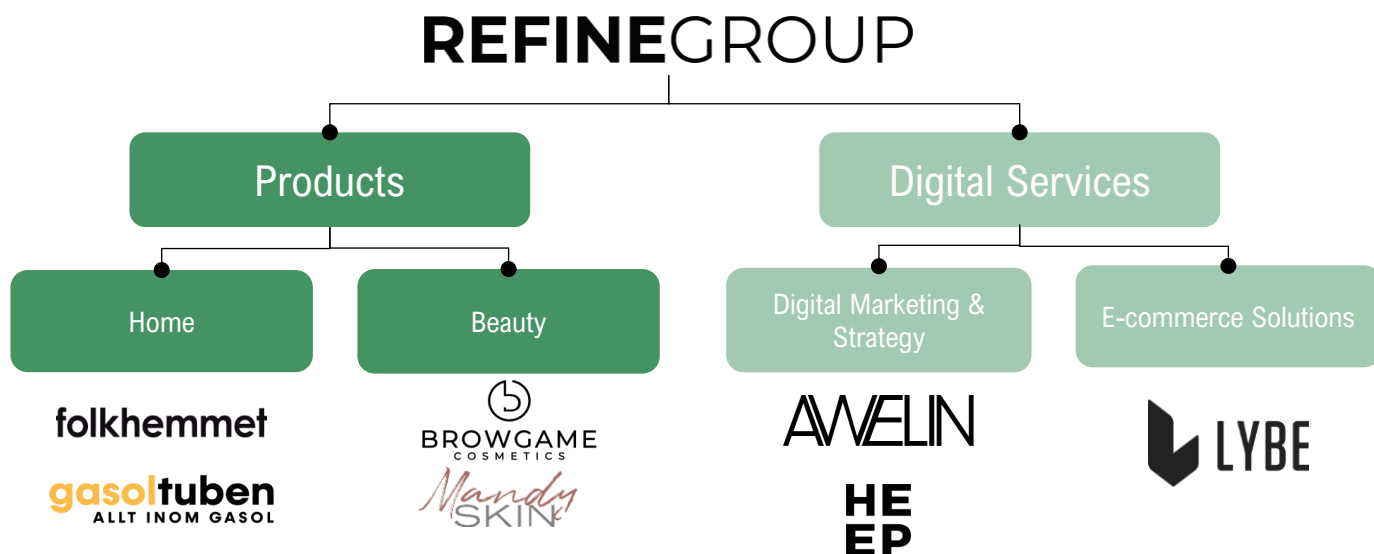
E-handeln är generellt väldigt konkurrensutsatt, vilket även är fallet i flertalet av Refine nischade segment. Mindre och större internationella aktörer är en risk och en hög konkurrens kan leda till att Refine tappar marknadsandelar eller utsätts för prispress, där produkter saluförs av flera aktörer. För att både behålla och utöka marknadsandelar behöver Refine genomföra strategiska åtgärder som ökar varumärkeskännetecken, 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 sju bolag, varav fyra bolag är verksamma inom affärsområdet *Products*, vilka är uppdelade inom två affärssegment som utgörs av *Home* 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 produkt-marknadspassning.

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



gasoltuben
ALLT INOM GASOL

4,6 / 5



folkhemmet

4,2 / 5

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

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.

LYKO

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

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.

SQRTN
COMPANY

SQRTN Company är ett livsstilsvarumärke som säljer egna friluftskläder. SQRTN avyttrades den 23 oktober 2024 och kommer därefter inte utgöra ett dotterbolag för Refine.

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.

Digital Services B2B

Urval av kunder

AMELIN

AMELIN

LYBE



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

sweciol

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:

Ökad internetanvändning
En ökad tillgång till internet, samt en ökad användning och penetration av internet.

Teknologiska innovationer
Digitala teknologiska framsteg, särskilt inom AI, dataanalys och förbättrade betalningssystem.

Gen Z och Millennials
Generationer uppvuxna med internet och e-handel handlar i en högre grad online.

Pandemins effekter
Pandemin accelererade övergången till e-handeln, vilket förändrade konsumentbeteendet.

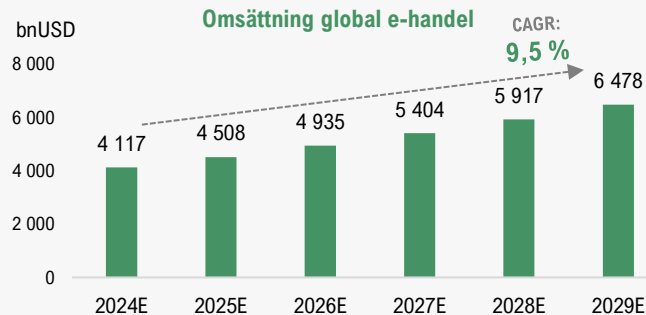
Ökad bekvämlighet
Ökad komfort med digitala tjänster och plattform, där konsumenten kan handla var och när.

Mobil & sociala medier
Ett ökat antal mobiltelefoner och användningen av sociala medier driver en ökad onlinehandel.

Källa: Shopify och Insider Intelligence

AI OCH MASKININLÄRNING FÖRBÄTTRAR KUNDUPPLEVELSEN

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.

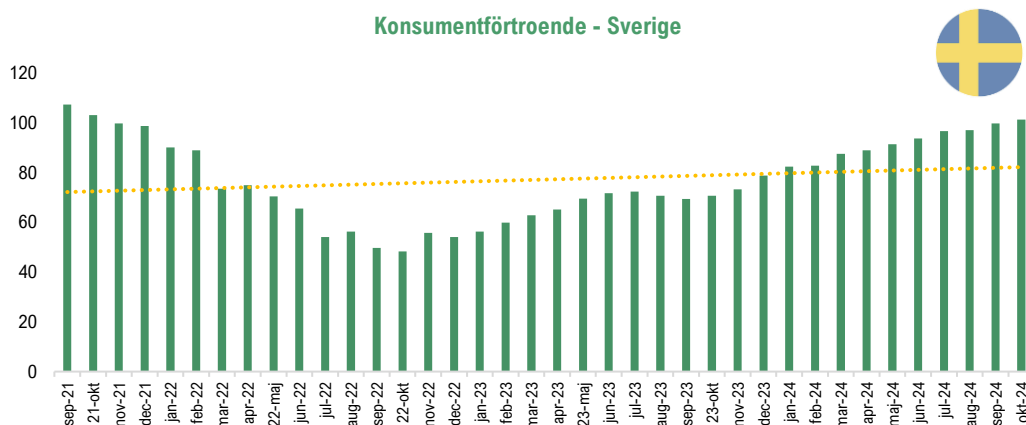


Sällanköpsvaror är beroende av konsumenternas spenderingsförmåga, konsumentensentiment och den bredare konjunkturen. Konsumenternas utgiftsmönster har en direkt inverkan på försäljningen av sällanköpsvaror, vilket exempelvis innefattar kläder, sport & fritid, möbler och heminredning, vilket Refines dotterbolag 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.

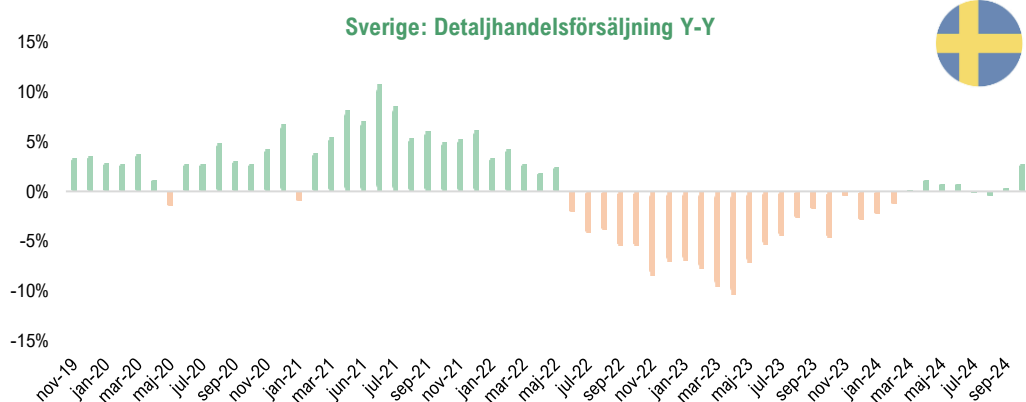
Konsumentensentimentet har försämrats något globalt som ett resultat av den senaste tidens räntehöjningar, hög inflation, geopolitisk osäkerhet, volatila energipriser och en allmän ekonomisk nedgång. Dessa händelser har också påverkat konsumenternas disponibla inkomst, vilket i sin tur har påverkat detaljhandelsförsäljningen. 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



DEN SVENSKA DETALJHANDELN VISAR PÅ TILLVÄXT I OKTOBER



Källa: Investing.com

Vidare är Refine exponerad 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 262 MSEK (233) under helåret 2023, vilket motsvarar en tillväxt om 12 %. 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, medan SQRTN avyttrade under oktober månad 2024.

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.

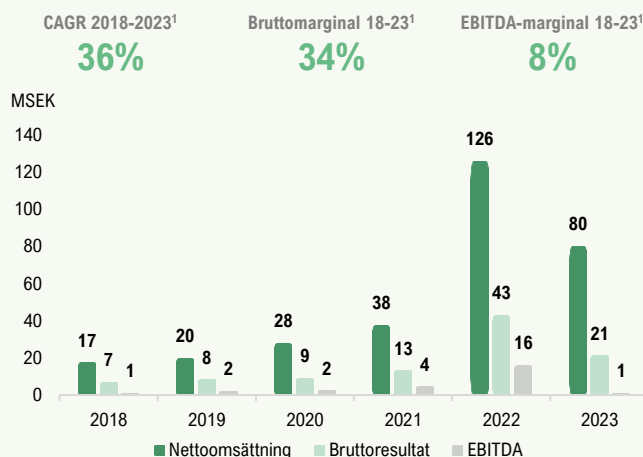
Affärsområdet *Digital Services* utgjorde cirka 20 % av Refines totala intäkter LTM där de största bolagen sett till omsättning utgörs av Awelin och Lybe. Affärsområdet består av dotterbolag som erbjuder tjänster och mjukvara i syfte att hjälpa företag att driva lönsam tillväxt online och vid digital 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.

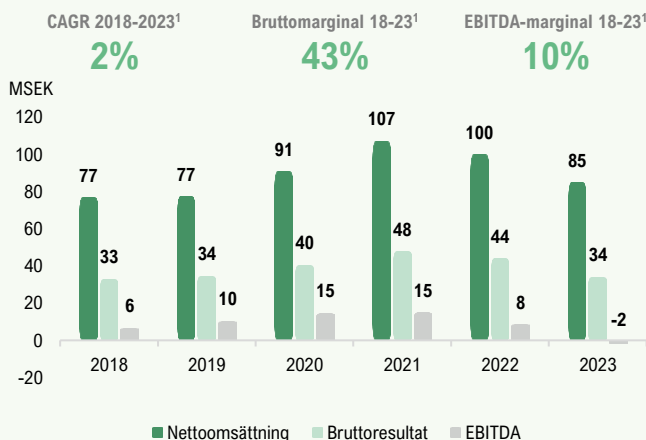
Urval av dotterbolag

gasoltuben

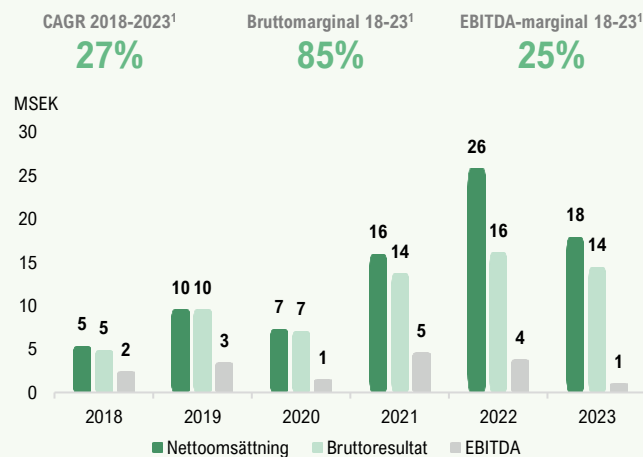
ALLT INOM GASOL



folkhemmet



AMELIN



274 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
ÅR 2023

Finansiell historik

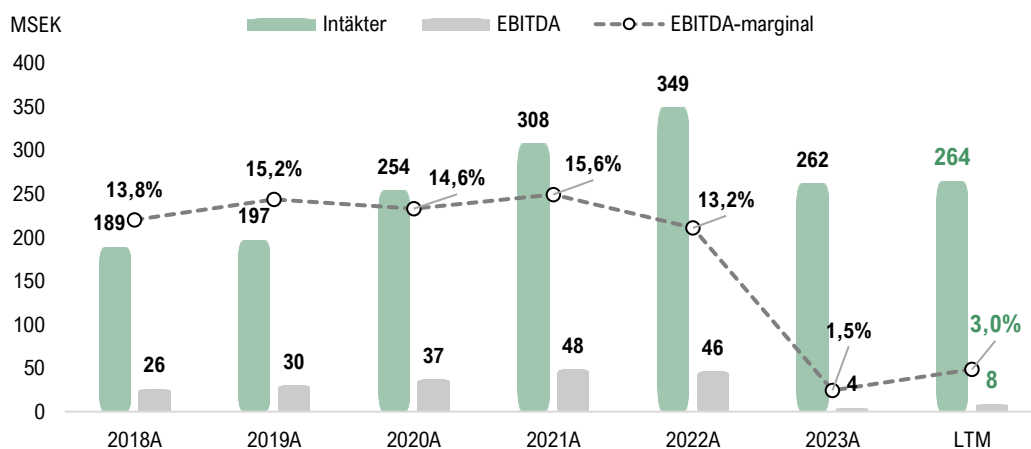
Refines nettoomsättning uppgick till 262 MSEK (233) under helåret 2023. Refine växte därmed intäkterna med 12 % i jämförelse med helåret 2022, vilket primärt förklaras av att Ecomm Holding konsoliderades från och med juni månad år 2023. Likt tidigare nämnt, har Refine avyttrat iPhonebutikerna under slutet 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 Q3-24 av Folkhemmet, Gasoltuben, SQRTN, Browgame och Mandyskin inom affärsområdet Products samt Awelin, Heep och Lybe inom affärsområdet Digital Services. Nettoomsättningen proforma uppgår till 264 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 konsumenterna 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 %.

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 nio månaderna 2024 uppgick den konsoliderade nettoomsättning för Refine till 192 MSEK (192), vilket motsvarar en marginell tillväxt om 0,1 % i jämförelse med motsvarande period föregående år (konsoliderat). I jämförelse Y-Y, så konsoliderades bland annat Ecomm Holding från juni månad 2023, samt att iPhonebutikerna och C3 Scandinavian Lifestyle avyttrades under Q4-23, vilket påverkar jämförbarheten Y-Y. Därutöver ska det tilläggas att Refine den 23 oktober avyttrade SQRTN Company och kommer därmed inte vara konsoliderat i Koncernen från och med transaktionsdatumet. Avyttringen är ett steg i det strategiskt arbete som Refines styrelse och ledning implementerat för att renodla Koncernen och stärka fokus mot färre vertikaler, samt i syfte att stärka Bolagets balansräkning. Den konsoliderade nettoomsättningen för Refine koncernen uppgick till 274 MSEK under de senaste tolv månaderna (LTM), vilket kan sättas i relation till 262 MSEK under helåret 2023.

HISTORISK LÖNSAM
TILLVÄXT

Products

folkhemmet

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

BROWGAME
COSMETICS

Mandy
SKIN

Digital Services

AWELIN

HEEP

LYBE



Omsättningsprognos 2024-2026

Refines operativa dotterbolag inom affärsområdet Product är verksamma inom tre segment, vilka utgörs av *Home och Beauty*. 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 SQRTN 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. Varukategorin 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 varukategorin möbler minskade med 15,5 % under helåret 2023, vilket innebär att dotterbolaget minskade mindre än marknaden och tog därmed marknadsandelar. Därutöver växte varukategorin möbler med 68 % under perioden januari – juli månad 2024 i jämförelse med motsvarande period föregående år, vilket tyder på en ökad efterfråga i varukategorin men förklaras likväl av en återhämtningseffekt från den svaga försäljningsutvecklingen under år 2023.

Försäljningen inom affärsområdet Products är säsongbetonat, men säsongeffekterna 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. Segmentet Beauty estimeras dock inte ha inte lika tydlig säsongeffekt, 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. Genom Refines centrala stödfunktion och ekosystem förväntas respektive segment kunna stärka erbjudandet och effektivisera verksamheterna, vilket i takt med en ökad varumärkeskännettedom, 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. Ett exempel på detta arbete är projektet mellan Folkhemmet och Lybe, där Folkhemmet byter e-handelsplattform för att optimera försäljning och förbättra *Business Intelligence*.

Därutöver estimeras produkt erbjudanden utvecklas och stärkas 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. Sammantaget estimerar Analyst Group i ett längre tidsperspektiv att en successiv återhämtning där Refine återgår 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.

SQRTN COMPANY
OCH BROWGAME
UPPVISADE
TILLVÄXT ÅR 2023

folkhemmet

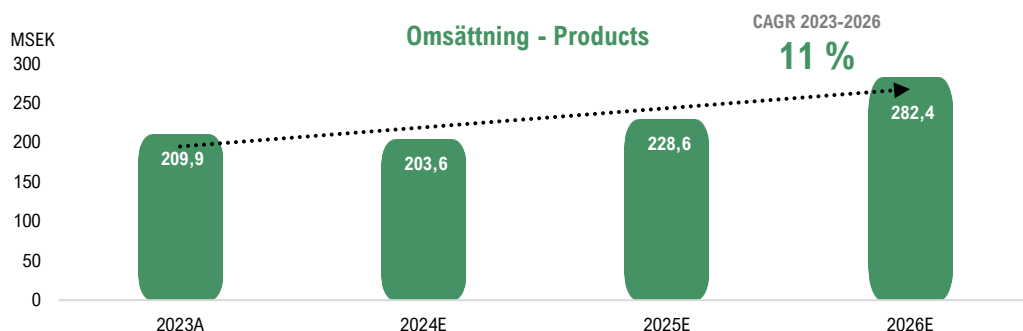
FOLKHEMMET
VINNER MARKNADS-
ANDELAR I EN
UTMANANDE
MARKNAD

229 MSEK
OMSÄTTNING
PRODUCTS 2025E

Under Q4-24 avyttrades SQR TN Company, vilka under år 2023 omsatte cirka 31,4 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 2,1 MSEK. Till följd av bland annat avyttringen estimerar Analyst Group en minskad omsättning under helåret 2024 om 4 % inom affärsområdet Products, där omsättningen uppgår till 231 MSEK, samt en lägre omsättning än tidigare estimerat under år 2025, uppgående till 229 MSEK. Dock baserat på en gradvis återhämtning av konsumentens köpkraft, i kombination med en geografisk expansion och en ökad e-handelspenetration av den totala handeln, i synnerhet inom Home-segmentet, förväntas Products växa i linje med det historiska genomsnittet, vilket i regel har varit högre än underliggande marknad och därigenom vinner marknadsandelar. Givet ovan prognostiseras Refines affärsområde Products kunna uppvisa en tillväxt under helåret 2025, som sedan accelererar under helåret 2026. Affärsområdet Products estimeras under prognosperioden växa omsättningen med en CAGR om cirka 11 % mellan åren 2023-2026.

Refines affärsområde Products estimeras växa med en CAGR om 16 %

Omsättning affärsområdet Products, 2023-2026E.



Källa: Analyst Groups prognos

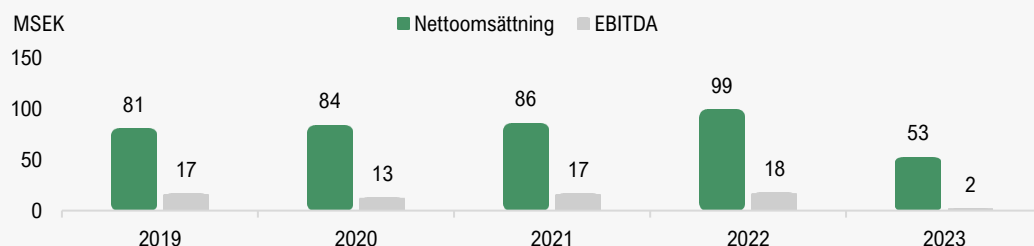
Omsättningsprognos: Digital Services

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.



AWELIN

HEEP LYBE

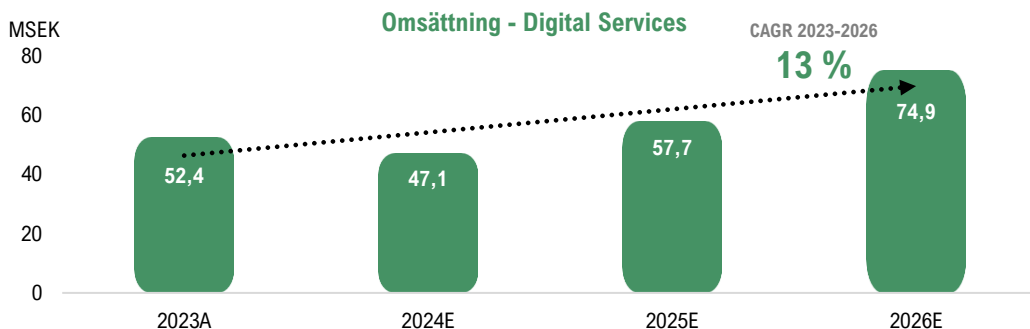
Dotterbolagens företagskunder är primärt verksamma inom den digitala handeln eller företagskunder som vill öka den digitala närvaron/handeln, men likväl lösningar för att effektivisera och digitalisera verksamheter inom digital handel, såsom exempelvis *Business Intelligence*-system (BI) eller *Product Information Management*-system (PIM). 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 13 % mellan åren 2023-2026, för att uppgå till 75 MSEK under helåret 2026.

75 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 251 MSEK under helåret 2024, vilket motsvarande en negativ tillväxt om ca 4 % i jämförelse med konsoliderade siffror för helåret 2023, vilket delvis inte utgör en rättvisande jämförelse. Koncernen har ett förändrat antal underliggande operativa bolag, där Ecomm Holding konsoliderades under slutet av H1-23, samt flertalet avyttringar som genomförts under år 2023 och 2024, däribland SQRTN Company under Q4-24, vilket har föranlett estimatförändringar för prognosperioden. Till följd av en förväntad ökad köpkraft hos konsumenter, vilket bidrar till en starkare e-handelsmarknad, estimeras 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. Under helåret 2025 estimeras en bredare återhämtning av marknaden, vilket i kombination med en operationellt stark position, resulterar i en prognostiserad nettoomsättning uppgående till 286 MSEK, motsvarande en tillväxt om 14 %. Intäktssynergier inom Refines estimeras även bidra till en ökad tillväxt under prognosperioden.¹

286 MSEK
OMSÄTTNING 2025E

¹ Se Appendix sida 23 för detaljerad överblick av förändringarna av estimat.

Bruttokostnader

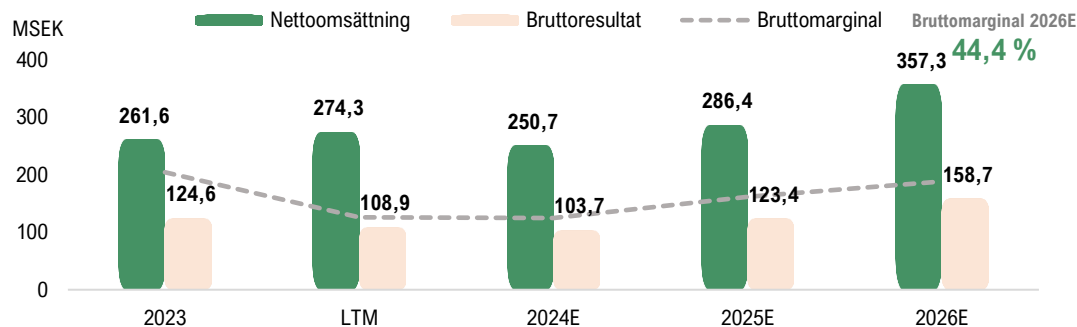
Refine bruttokostnader utgörs av kostnaden för sålda varor, men innefattar likväl kostnader hänförliga till frakt, leverans till kund och till viss del marknadsföringskostnader. Under helåret 2023 uppgick bruttoresultatet till 125 MSEK, motsvarande en bruttomarginal om ca 45 % (adj. uppgår bruttomarginalen till 42 %). 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. Givet starka varumärken och intäktssynergier inom Koncernen, vilket estimeras bidra till en ökad kundlojalitet och korsförsäljning, som resulterar i hög ROI av marknadsföringsinsatser samt högre LTV per kund inom affärsområdet Products. Inom Digital Services estimeras en bruttomarginalsexpansion 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 123 MSEK, motsvarande en marginal om 43 %.

123 MSEK
BRUTTORESULTAT
2025E

43 %
BRUTTOMARGINAL
2025E

Refines bruttomarginaler estimeras stiga under prognosperioden

Nettoomsättning, bruttokostnader och bruttomarginaler, 2023-2026E.



Källa: Analyst Groups prognos

Rörelsekostnader

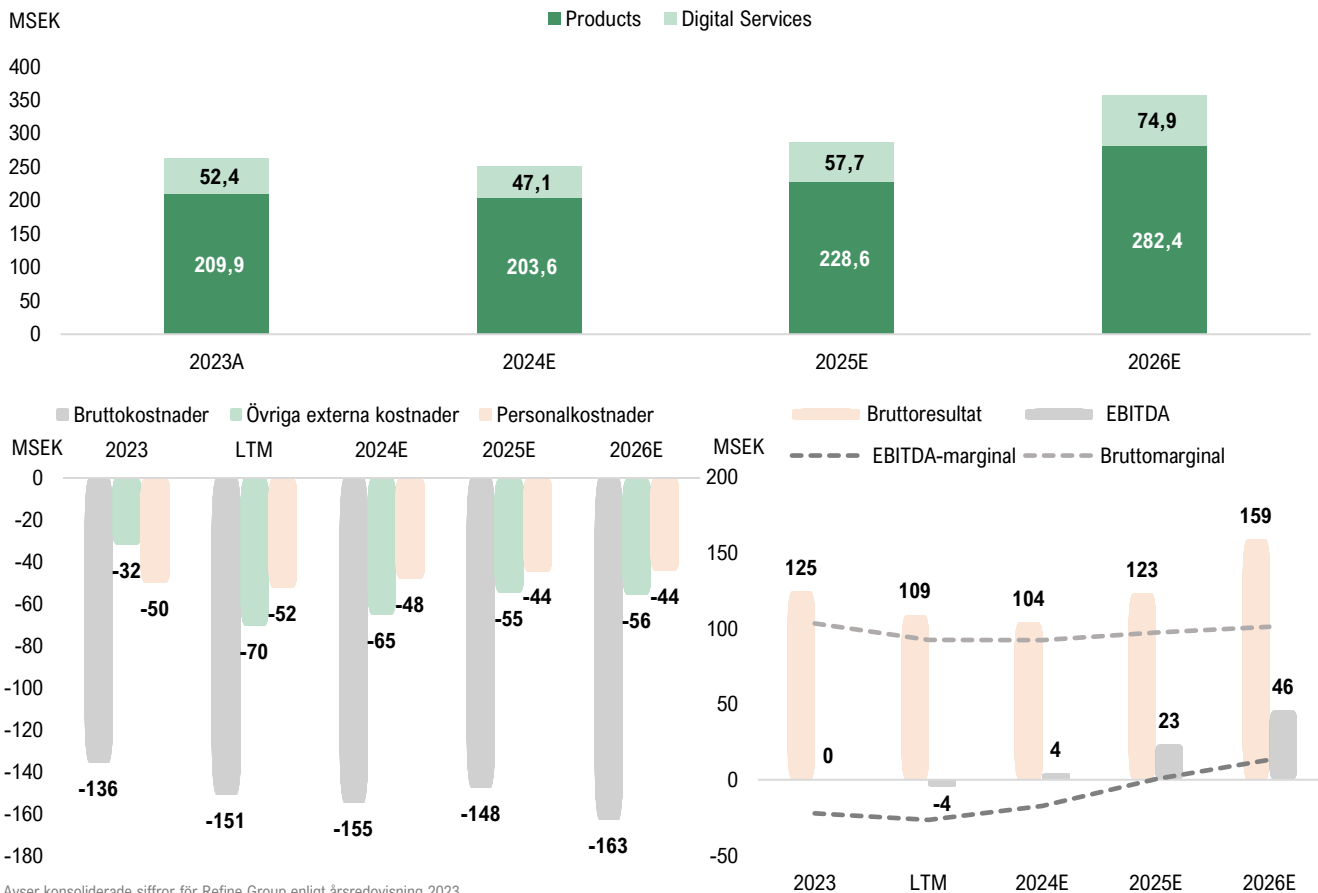
Avseende rörelsekostnader så utgör övriga externa kostnader den största utgiften, uppgående till cirka 67 MSEK under helåret 2023. Dessa kostnader omfattar olika utgifter relaterade till lokaler, overhead-kostnader, försäljning, marknadsföring, administration och andra operativa kostnader, där marknadsföring 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 utgöras cirka 16 % av Refines nettoomsättning, medan personalkostnader estimeras utgöras 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 1 % under helåret 2024, för att sedan uppgå till 8 % 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	264,0	252,8	286,4	357,3
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,8	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	264,0	253,6	286,4	357,3
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-149,1	-163,0	-198,6
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	104,5	123,4	158,7
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	41,2%	43,1%	44,4%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-55,2	-55,7	-58,6
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-44,7	-44,2	-54,3
EBITDA	16,0	0,1	8,0	4,2	23,3	45,6
EBITDA-marginal	7%	0%	3%	2%	8%	13%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-45,8	-34,8	-28,6
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-41,5	-11,5	17,0
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-16%	-4%	5%



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 13 bolag.

Urval av nyckeltal peer-gruppen

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

10,0x
GENOMSNTTLIG
EV/EBITDA (2024E)

950 MSEK
MEDIAN
MARKNADSVÄRDE

9,4 %
GENOMSNTTLIG
TILLVÄXT Y-Y
(2024E)

10,5 %
GENOMSNTTLIG
EBITDA-MARGINAL
(2024E)

Kort överblick av jämförelsebolag avseende verksamhetsområde och marknadsplats

DESENIO GROUP

E-handelsföretag inom väggkonst.

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 förvärvat e-handelsverksamheter.

Marknadsplats: First North

NELLY

Erbjuder kläder och accessoarer D2C via e-handel.

Marknadsplats: Small Cap

bhg.

Återförsäljare av bygg- och heminredningsprodukter.

Marknadsplats: Mid Cap

RUGVISTA

Onlineförsäljning av mattor via webbutiker.

Marknadsplats: First North

LYKO

Erbjuder skönhetsprodukter inom hud- och hårvård.

Marknadsplats: First North

NewWave

Erbjuder diverse produkter inom sport och inredning.

Marknadsplats: Large Cap

RevolutionRace

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

Marknadsplats: Mid Cap

Boozt

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

Marknadsplats: Mid 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					CAGR	CAGR	tillväxt	tillväxt	marginal	marginal
	(MSEK)	(MSEK)	2024E	2025E	2024E	2025E	2022-2025E	2022-2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Detaljhandelsbolag												
Desenio	45	1 093	1,2x	1,1x	13,4x	9,2x	0,8%	-7,1%	-2,9%	5,4%	8,7%	12,0%
Purefun	113	112	0,5x	0,5x	6,7x	6,0x	12,4%	29,1%	4,7%	3,6%	8,2%	8,8%
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	284	327	0,8x	0,7x	6,2x	5,5x	0,7%	128,1%	1,3%	5,2%	12,5%	13,5%
Online Brands	230	257	0,8x	n.a.	12,3x	n.a.	n.a.	n.a.	8,3%	n.a.	6,5%	n.a.
Nelly	950	998	0,9x	0,9x	14,1x	11,2x	-4,6%	n.a.	2,7%	3,4%	6,5%	7,9%
Rugvista	933	796	1,1x	1,0x	9,1x	6,0x	7,1%	15,3%	0,4%	11,7%	12,4%	16,7%
Lyko Group	1 482	2 496	0,7x	0,6x	9,8x	8,0x	19,3%	24,3%	19,1%	16,1%	7,0%	7,4%
BHG Group	3 241	5 537	0,6x	0,5x	9,0x	8,6x	-8,0%	-7,6%	-16,8%	6,6%	6,3%	6,1%
Revolution Race	4 566	4 283	2,0x	1,7x	10,8x	9,5x	24,8%	6,5%	35,7%	22,2%	18,7%	17,4%
Boozt	6 987	7 230	0,9x	0,8x	10,6x	9,3x	11,1%	15,2%	8,6%	9,9%	8,1%	8,4%
New Wave Group	9 402	11 379	1,2x	1,1x	6,8x	5,8x	6,0%	3,7%	3,0%	7,6%	17,1%	18,6%
Matas	7 741	11 003	1,6x	1,3x	10,9x	9,0x	24,2%	15,1%	49,3%	24,3%	15,0%	14,7%
Maximum	9 402	11 379	2,0x	1,7x	14,1x	11,2x	24,8%	128,1%	49,3%	24,3%	18,7%	18,6%
75th Percentile	4 566	5 537	1,2x	1,1x	11,3x	9,3x	15,9%	22,0%	11,2%	13,9%	13,1%	15,7%
Median	950	1 093	0,9x	0,9x	10,2x	8,6x	7,1%	15,2%	3,8%	7,6%	8,4%	12,0%
Mean	2 785	3 516	1,0x	0,9x	10,0x	8,0x	8,5%	22,3%	9,4%	10,5%	10,6%	12,0%
25th Percentile	230	327	0,8x	0,7x	8,4x	6,0x	0,8%	4,4%	1,1%	5,3%	6,9%	8,2%
Minimum	45	112	0,5x	0,5x	6,2x	5,5x	-8,0%	-7,6%	-16,8%	3,4%	6,3%	6,1%
Refine	38	68	0,3x	0,2x	19,3x	2,9x	n.a.	n.a.	-4%	14%	1%	8%

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 274 MSEK och EBITDA-resultat uppgår till -4 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 och 2024, 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 varumärkeskännetecken 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 8 % för helåret 2025, trots att marknaden redan har påvisat en återhämtning, vilken estimeras sedan stiga till cirka 13 % under år 2026.

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. Avseende EBITDA-tillväxten (CAGR) estimeras peer-bolagen uppvisa en genomsnittlig EBITDA-tillväxt (CAGR) om 22 % mellan åren 2022-2025. Refine som Koncern har förändrats genom att Ecomm Holding har konsoliderats och avyttringar har genomförts, vilket gör jämförbar period missvisande. Dock estimeras Refine växa omsättningen med 14 % och uppvisa en EBITDA-marginal om 8 % under år 2025, vilket motiverar en värderingspremie. Samtidigt anser Analyst Group att det bör tas i beaktning att Refine estimeras växa omsättningen med 25 % och uppvisa en EBITDA-marginal om 13 % under helåret 2026.

Mot bakgrund av ovan resonemang anser Analyst Group att Refine bör värderas i det högre intervallet av peer-gruppen, varför en EV/EBITDA-multipel om 10x appliceras på 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Detta ger, givet 2025 års estimerade EBITDA-resultat om 23,3 MSEK, ett Enterprise Value om ca 237 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,0 kr (3,5) i ett Base scenario.

Base Scenario

Estimerad EBITDA 2025E

23,3 MSEK

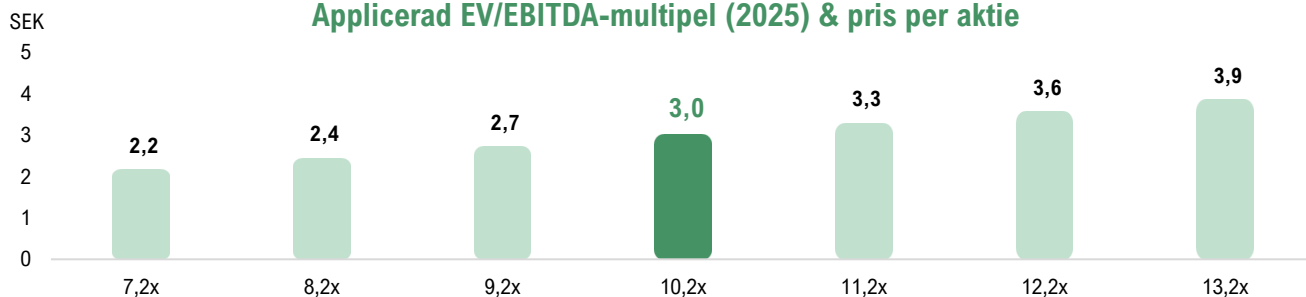
Applicerad EV/EBITDA-multipel

10x

Värde per aktie

3,0 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 11 %. 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 4,1 kr per aktie. Även om DCF-värderingen inte indikerar exakt samma värde som relativvärderingen ser vi den ändå som ett relevant stöd till relativvärderingen och den påvisar potentialen vid en normaliserad och långvarig lönsamhet som Refine besitter i affärsmodellen.



Cash Flow Distribution

Terminalvärde

41%

PV Normaliserad period (2027-2033E)

47%

PV Estimerad period (2024-2026E)

12%

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)	4%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	2%
Skattesats	21%

WACC Assumptions

Risikfri ränta	3%
Marknadsriskpremie	6%
Levered Beta	1,7
Small-Cap Risk Premium	3%
Company Specifik Risk Premium	0%
Cost of Equity	15%
Target Debt/(Debt+Equity)	93%
After-Tax Cost of Debt	12%

WACC 13,4%

Valuation Summary (MSEK)

PV Estimerad period (2024-2026E)	36,8
PV Normaliserad period (2027-2033E)	145,5
Terminalvärde	127,2
Terminalvärde i % av Enterprise Value	41,1%
Total Enterprise Value	309,5
Nettoskuld	29,5
Total Equity Value	280,0
Antal aktier (i miljontal)	67,5
Equity Value Per Share	4,1

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

EBITDA-marginal (terminalperioden)

		11,0%	13,0%	15,0%	17,0%	19,0%
WACC	11,4%	4,3	4,8	5,2	5,7	6,1
	12,4%	3,9	4,2	4,6	5,0	5,4
	13,4%	3,5	3,8	4,1	4,5	4,8
	14,4%	3,2	3,5	3,7	4,0	4,3
	15,4%	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9

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 ökar marknadsinsatserna i flertalet länder i Europa, däribland Danmark 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 20 % (2023-2026E), och nå en nettoomsättning om 350 MSEK under år 2025, med ett EBITDA-resultat om cirka 34 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 10 %. I ett Bull scenario appliceras en EV/EBITDA-multipel om 12x för Refine på 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Detta ger, givet 2025 års estimerade EBITDA-resultat om 34 MSEK, ett Enterprise Value om ca 406 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 4,9 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 marknadsinsatser 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 4 % (2023-2026E), och nå en nettoomsättning om 257 MSEK under år 2025, med ett EBITDA-resultat om cirka 6,7 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 3 %. 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 257 MSEK, ett Enterprise Value om ca 65 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 13,4 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,5 kr i ett Bear scenario. Samtidigt väljer Analyst Group belysa det underliggande värdet i Refines dotterbolag, vilket belyses genom avyttringen av SQRTN Company under Q4-24, där köpeskillingen uppgick till 11 MSEK.¹

Bull Scenario

Estimerad EBITDA 2025E

34 MSEK

Applicerad EV/EBITDA-multipel

12x

Värde per aktie

4,9 SEK

Bear Scenario

Estimerat omsättning 2025E

257 MSEK

Applicerad EV/S-multipel

0,3x

Värde per aktie

0,5 SEK

¹ Se Appendix sida 24-25 för scenoser 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: 8 594 aktier (0,0 %).

Prognos, Base scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	261,6	264,0	250,7	286,4	357,3
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,8	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	264,0	251,5	286,4	357,3
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-147,8	-163,0	-198,6
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	103,7	123,4	158,7
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	41,2%	43,1%	44,4%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-54,8	-55,7	-58,6
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-44,4	-44,2	-54,3
EBITDA	16,0	0,1	8,0	4,3	23,3	45,6
EBITDA-marginal	7%	0,0%	3%	2%	8%	13%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-45,8	-34,8	-28,6
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-41,4	-11,5	17,0
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-17%	-4%	5%

DCF - Base scenario (MSEK)	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod							Terminal
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Value
NOPAT	-41	-11	14	24	29	35	39	40	42	44	53
+ D&A	46	34	28	22	20	17	17	17	17	17	6
- CAPEX	2	3	3	4	5	6	7	7	7	7	14
Ökning (-) / Minskning (+) i rörelsekapitalet	1	-7	-11	-6	-3	-4	-5	-3	-3	0	0
Fritt kassaflöde	4	14	28	36	41	42	44	48	50	54	46
Fritt kassaflöde (diskonterat)	4	12	21	24	24	22	20	20	18	17	127

DCF - Base scenario (MSEK)	
WACC	13,4%
Nuvärde fria kassaflöden	182
Terminalvärde	127
Enterprise Value	310
Nettoskuld	30
Equity Value	280
Antal aktier (i miljontal)	67,5
Värde per aktie (SEK)	4,1

Förändringar av estimat MSEK	Nya estimat		Tidigare estimat	
	2024E	2025E	2024E	2025E
Nettoomsättning	250,7	286,4	280,8	345,9
Bruttoresultat	102,9	123,3	119,2	153,4
Bruttomarginal (adj)	41,1%	43,1%	42,5%	44,3%
SG&A	-99,4	-100,1	-107,3	-117,6
EBITDA	3,5	23,3	12,0	35,8
EBITDA-marginal	1,4%	8,1%	4%	10%
EBIT	-42,2	-11,6	-28,9	0,5
EBIT-marginal	-16,9%	-4,0%	-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.

Prognos, Bull scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	261,6	264,0	274,4	350,1	447,2
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,8	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	264,0	275,2	350,2	447,2
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-158,1	-191,4	-238,0
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	117,1	158,7	209,2
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	42,5%	45,3%	46,8%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-57,6	-67,9	-81,4
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-46,6	-56,7	-68,9
EBITDA	16,0	0,1	8,0	12,5	33,9	58,7
EBITDA-marginal	7%	0,0%	3%	5%	10%	13%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-45,8	-34,8	-28,6
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-33,2	-0,9	30,1
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-12%	0%	7%
Prognos, Bear scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	LTM ²	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	232,6	261,6	264,0	236,1	256,8	291,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	n.a.	0,8	0,1	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	264,0	236,9	256,8	291,0
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	n.a.	-142,3	-152,9	-169,4
Bruttoresultat	98,0	124,6	n.a.	94,6	103,9	121,6
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	n.a.	40,1%	40,5%	41,8%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	n.a.	-54,3	-53,4	-59,4
Personalkostnader	-49,8	-52,4	n.a.	-43,7	-43,7	-46,6
EBITDA	16,0	0,1	8,0	-3,6	6,7	15,5
EBITDA-marginal	7%	0,0%	3%	-2%	3%	5%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	n.a.	-45,8	-34,8	-28,6
EBIT	-11,5	-290,4	n.a.	-49,4	-28,1	-13,0
EBIT-marginal	-5%	-111%	n.a.	-21%	-11%	-4%

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.