

Strategiska initiativ stärker utsikterna för lönsamhetsförbättringar

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 där Bolaget har förbättrat den operativa positionen för att driva lönsamma affärer genom marginalförbättrande aktiviteter och en strategisk översyn, vilket även har stärkt balansräkningen. Givet en förbättrad position, där Refine fortsätter ha ett starkt fokus på strategiska initiativ, vilket i kombination med en stegvis återhämtning av konsumentmarknaden, förväntas Refine kapitalisera på en ökad efterfråga och återgå till lönsam tillväxt framgent. För år 2025 estimeras ett EBITDA-resultat om 21 MSEK, och baserat på en EV/EBITDA-multiplikation om 8x härleds ett potentiellt nuvärde om 2,3 kr per aktie i ett Base scenario.

▪ Lönsamhetsförbättring inom Koncernens dotterbolag

Refines nettoomsättning uppgick till 53 MSEK under Q4-24, vilket innebar att den konsoliderade omsättningen minskade med 21 % Y-Y. För helåret 2024 uppgick nettoomsättningen till 245 MSEK, vilket motsvarar en minskning om 6 % och är 2 % under våra estimat. Intäktsminskningen för kvartalet och året förklaras primärt av att Koncernen bestod av ett minskat antal underliggande operativa bolag. Sett till omsättningen för de operativa dotterbolagen inom Koncernen vid kvartalets utgång, det vill säga proforma, uppgick omsättningen till 235 MSEK under helåret 2024, vilket motsvarar en tillväxt om 4 %, och de underliggande dotterbolagen visar därmed organisk tillväxt under året. Därutöver har EBITDA-resultatet avseende de underliggande dotterbolagen inom Koncernen, rensat för koncernkostnader, förbättrats och uppgick till 6 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 2,4 %.

▪ Fortsatt fokus på stärkt balansräkning

Till följd av en ansträngd balansräkning har Refine genomfört en strategisk översyn under året i syfte att stärka den finansiella positionen. Som ett resultat av detta arbete har Refine betydligt stärkt Bolagets balansräkning under 2024, där Bolaget har bl.a. genomfört en riktad emission och avyttrat SQRTN Company. Sammantaget har Refine minskat de räntebärande skulderna med över 40 MSEK under helåret och förväntas fortsätta arbetet med den strategiska översikten under år 2025, i syfte att ytterligare förbättra balansräkningen och frigöra resurser för dotterbolag med störst potential.

▪ Förlängd prognosperiod fram till år 2027

Analyst Group har förlängt prognosperioden till år 2027. Refines helår 2024 tyder på att Bolaget fortsatt verkar i en utmanande marknad, där återhämtningen av konsumentmarknaden stegvis förbättras i rätt riktning, men i en långsammare takt än vad vi tidigare har estimerat. Trots orosmoln på kort sikt finns flera tecken på att efterfrågan ökar under år 2025, vilket i kombination med en förbättrad operativ position för Refines dotterbolag estimeras bidra till ökad tillväxt och marginalförbättringar under prognosperioden.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,4 kr

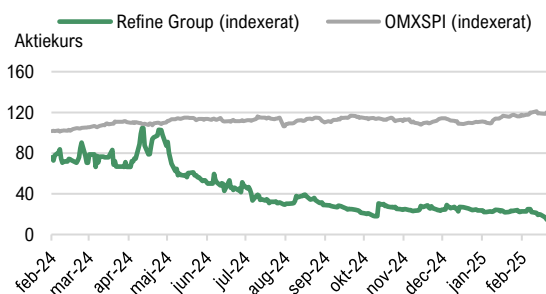
Base
2,3 kr

Bull
3,8 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-02-28)	0,35
Antal Aktier (st.)	67 509 765
Market Cap (MSEK)	23,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	23,4
Enterprise Value (MSEK)	47,1
Lista	First North Stockholm
Delårsrapport 1 2025	2025-05-09

KURSVÄRDEUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

INSYNSPERSON

David Wallinder	7,6 %
Noel Abdayer	6,3 %
Modelio Equity	6,2 %
Redlake Holding Ltd	5,8 %
I Invest AB	4,7 %

Prognoser (MSEK)	2023 ¹	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	261,6	244,9	252,7	296,3	346,7
Bruttokostnader	-150,9	-142,6	-143,7	-165,2	-189,3
Bruttoresultat	110,7	102,3	109,0	131,1	157,4
Bruttomarginal (adj.)	42,3%	41,8%	43,1%	44,3%	45,4%
Rörelsekostnader	-124,5	-106,1	-88,3	-100,0	-109,0
EBITDA	0,1	-2,9	20,8	31,1	48,4
EBITDA-marginal	0,0%	-1%	8%	11%	14%
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	2,3	1,5	1,0

¹ Utgör konsoliderade siffror från årsredovisning 2023 och bokslutskommuniké 2024.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Investeringsidé	3
Kommentar Q4-24	4-6
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

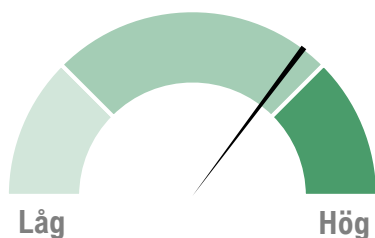
ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon +46 703 36 33 84

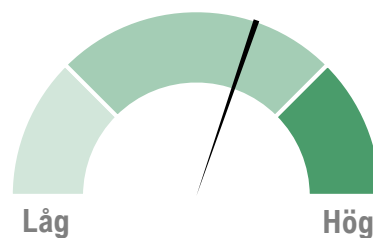
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



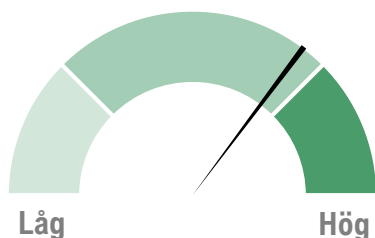
Refine Group har verkat i ett utmanande marknadsklimat under år 2023 och 2024, med en minskad köpkraft hos konsumenterna. Analyst Group anser dock att Refine har byggt upp en stark position genom strategiska initiativ och förväntas därigenom, i kombination med en förbättrad marknadssituation, driva lönsam tillväxt framgent, vilket estimeras utgöra värde drivare både på kort och lång sikt. Samtidigt påvisade avyttringen av SQRTN på underliggande värden i Koncernen, något vi anser även finns i resterande dotterbolag.

Lönsamhet



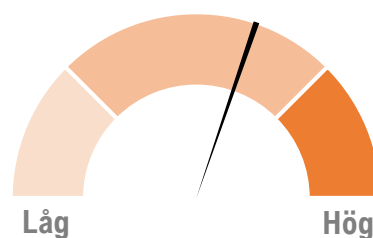
Historiskt har Refines underliggande helägda dotterbolag uppvisat en god lönsamhet med EBITDA-marginaler uppgående till närmare 16 %. Till följd av en utmanande marknad under år 2023 och 2024 har Refine uppvisat ett negativt rörelseresultat, där EBITDA-resultatet uppgick till -2,9 MSEK under år 2024 (baserat på konsoliderade siffror). Koncernen har dock stärkt den operationella positionen och estimeras successivt stärka lönsamheten och stegvis återgå 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 Q4-24 till ca 11,6 MSEK, vilket motsvarar en ökning om cirka 3,4 MSEK jämfört med utgången av föregående kvartal (Q3-24), förklarar att ett minskat varulager. Vid utgången av år 2024 uppgick soliditeten till 35 % (53%). Under slutet av kvartalet har Refine upptagit ett lån om 10 MSEK, vilket stärker Bolagets likviditet efter kvartalets utgång. Trots att Refine har minskat de räntebärande skulderna under år 2024, är den finansiella risken relativt hög.

12 %
GENOMSNTTLIG
EBITDA-MARGINAL
(2018-2023)

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 2023 och har som koncern en relativt kort finansiell historik, men sett till de underliggande operativa dotterbolagen har vardera bolag en lång finansiell historik, vilka visar 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), vilket till viss del förklaras 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 de senaste fem åren uppvisat en genomsnittlig EBITDA-marginal om 12 %. Därutöver har Bolaget strategiskt arbetat med att positionera dotterbolagen för att utvinna synergier, vinna marknadsandelar, normalisera marginalerna och således stärka den långsiktiga lönsamheten i takt med ett förbättrat marknadsklimat, en starkare köpkraft bland konsumenter och följaktligen ökade investeringar i digital marknadsföring och handelslösningar från företag.

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, ökat fokus på egna varumärken 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.

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 2014–2024 har växt med en årlig tillväxttakt om 13 %. Skiftet mot ökad digital handel är fortfarande i ett relativt tidigt skede inom flertalet varugrupper, trots att pandemin accelererade övergången till e-handel och förändrade konsumentbeteenden. Den totala omsättningen för den svenska e-handeln, härrörande från privatkonsumtion, visade positiv tillväxt för första gången på tre år, med en ökning om 5 % för helåret 2024, i jämförelse med negativ tillväxt under år 2022–2023. Den svaga utvecklingen sedan pandemin och den långsamma återhämtningen har dock bidragit till utmaningar inom branschen som helhet samt skapat en utmanande marknad för Refine, med svagare efterfrågan inom båda affärsområdena. Statistik avseende detaljhandeln och konsumentförtroendet visar på en tydlig avmattning sedan toppen år 2021, men en positiv trendvändning har skett, vilket signalerar en återgång till historiska nivåer. Konsumentförtroendet närmar sig successivt nivåerna under år 2021, vilket Refine är positionerat att kapitalisera på.

Sammanfattning prognos och värdering

Med bakgrund till avyttringen av SQRN Company och en långsammare återhämtning av konsumentmarknaden än vad vi tidigare hade estimerat, har vi valt att revidera våra estimat för prognosperioden 2025–2027. Givet att flertalet faktorer tyder på en köpstarkare konsument under år 2025, vilket förväntas driva en stegvis förbättrad marknadssituation och en ökad efterfrågan, vilket i kombination med strategiska initiativ som förbättrar kunderbjudandet estimerar vi att Refine gradvis kommer att återhämta lönsamhet. I ett Base scenario appliceras en EV/EBITDA-multipel om 8x på 2025 års estimerade EBITDA-resultat, vilket med ett estimerat EBITDA-resultat om 21 MSEK motiverar ett Enterprise Value om ca 166 MSEK. Givet en tillämplad diskonteringsränta om 14 % samt en estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,3 kr (3,0) 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.

folkhemmet

FOLKHEMMET
ESTIMERAS VÄXA
SNABBRE ÄN
MARKNADEN FRAMGENT

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

KONSUMENT-
FÖRTROENDET
INDIKERAR
MARKNADSTILLVÄXT

Base scenario

Market Cap Aktiekurs

152
MSEK

2,3
SEK

Nettoomsättningen uppgick till 53 MSEK under kvartalet och 245 MSEK under helåret 2024

53 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
Q4-24

För det fjärde kvartalet år 2024 uppgick nettoomsättningen till 52,6 MSEK. Sett till konsoliderade siffror, det vill säga den redovisningsmässiga rapporterade nettoomsättningen, uppgick nettoomsättningen till 69,5 MSEK under motsvarande kvartal föregående år (Q4-23), vilket innebar att den redovisade omsättningen minskade med 24 % Y-Y. Jämförelsen Y-Y blir dock missvisande, och den minskade omsättningen förklaras av ett minskat antal operationella dotterbolag i Koncernen. Under oktober månad 2024 avyttrades och fullföljdes försäljningen av SQRN Company, samt att avvecklingen av Mandyskin påbörjades under kvartalet. Därutöver avyttrades iPhonebutiken (Skogstrollen) i slutet av december 2023, liksom tillgångarna från C3 Scandinavian Lifestyle. Sammantaget påverkar förändringarna i antalet underliggande operativa bolag jämförbarheten Y-Y.

245 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
2024

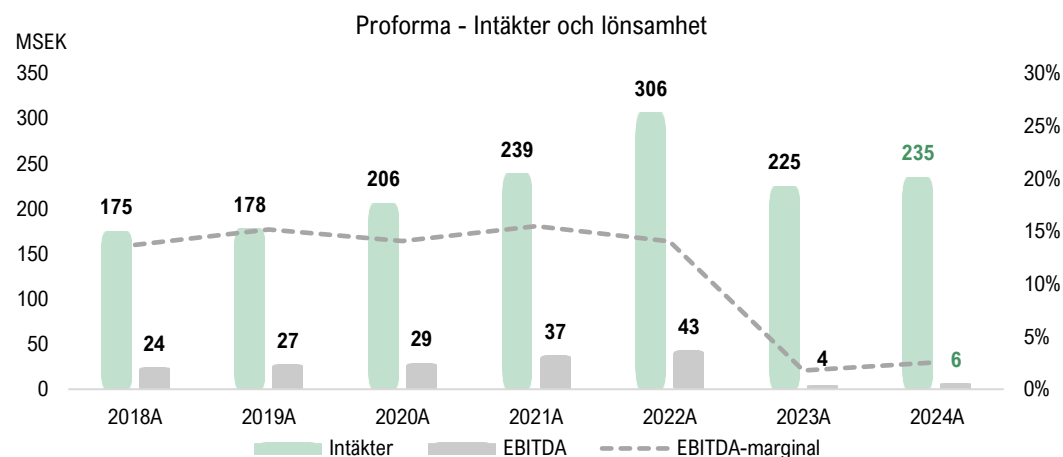
Sett till helåret 2024 uppgår den redovisade nettoomsättningen till 245 MSEK (262), vilket motsvarar en minskning om 6 % och förklaras till stor del av förändringar i underliggande operativa bolag. Omsättningen är 2 % lägre än Analyst Groups tidigare estimat för helåret 2024, där vi hade estimerat en omsättning om cirka 251 MSEK. Refine redovisar samtidigt finansiell utveckling för de nuvarande operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma), vilka utgörs av Folkhemmet, Gasolubten och Browgame inom affärsområdet Products, samt Awelin, Heep och Lybe inom affärsområdet Digital Services. Sett till omsättningen för de operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma) uppgick omsättningen till 235 MSEK under helåret 2024 (225), vilket motsvarar en tillväxt om 4,4 %, och de underliggande dotterbolagen visar därmed på en organisk tillväxt. Därutöver har EBITDA-resultatet avseende de underliggande dotterbolagen inom Koncernen, rensat för koncernkostnader, förbättrats och uppgick till 6 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 2,4 %.

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, 2018-2024.

235 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
PROFORMA 2024

6 MSEK
EBITDA-RESULTAT
PROFORMA 2024



Källa: Refine och Analyst Group

Affärsområdet Products – SQRN avyttrades under Q4-24 och belyser värden inom Koncernen

Under inledningen av kvartalet meddelade Refine att Koncernen ingick ett avtal via Refine Holding med grundarna av SQRN avseende försäljning av samtliga aktier i SQRN. Köpeskillingen uppgår till 11 MSEK för samtliga aktier i dotterbolaget, vilket även innefattade att SQRN i samband med avyttringen återbetalade en skuld till Refine Holding om cirka 1,8 MSEK. Försäljningen av SQRN Company fullföljdes den 23 oktober och är därmed inte konsoliderad i Koncernens redovisning från och med den 23 oktober 2024. Avyttringen resulterade även i en koncernmässig förlust om cirka 32 MSEK, vilken dock inte påverkar Koncernens kassaflöde. Köpeskillingen för SQRN uppgick till 11 MSEK, och SQRN 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 SQRN belyser därutöver värdet i Refines underliggande dotterbolag, där Refines Market Cap innan annonseringen av avyttringen (stängningskurs 17 oktober) uppgick till cirka 29 MSEK och 32 MSEK baserat på stängningskursen den 21 februari (sista handelsdagen innan delårsrapporten). Läs hela vår kommentar på avyttringen [här](#).

SQRN
COMPANY

SÄLJER AV SQRN
COMPANY FÖR
11 MSEK

folkhemmet

FOLKHEMMET
LANSERAD NY
E-HANDEL

Efter kvartalets utgång meddelade Refine att Koncernens dotterbolag Folkhemmet lanserar en ny e-handel i samarbete med Koncernens digitala tjänstebolag Lybe och Awelin. Genom samarbetet har Folkhemmet lanserat en ny framtidssäkrad e-handel, varpå satsningen genomfördes för att stärka Folkhemmets digitala omsättning och effektivisera verksamheten för att säkerställa konkurrenskraft i takt med att e-handeln fortsätter att ta allt större marknadsandelar.

Samarbetet och lanseringen av den nya e-handeln påvisar värdet av Refines digitala handels-ekosystem och de interna synergier Refine kan skapa för dotterbolagen att stärka konkurrenskraften och accelerera organisk omsättning, där Folkhemmet kan leverera en förbättrad användarupplevelse och öka business intelligence. Det ska samtidigt tilläggas att andelen som e-handlar möbler är bland de lägsta av varukategorierna, där e-handeln enbart har en andel om 3 %, vilket är i nära linje med byggvaror och alkohol. Detta kan sättas i relation till kläder och skor om 30 % eller skönhets- och hälsoprodukter om 17 %. Refine positionerar därmed Folkhemmet för en ökad digital närvaro och för att nyttja den digitala omställningen inom varukategorin.

Som en varumärkesgrupp med ett starkt digitalt fokus är Refines utveckling beroende av marknadsutvecklingen och hushållens köpkraft, där Svensk Handels E-handelsindikator pekade på en återhämtning under år 2024. Samtidigt är återhämtningen inom e-handeln från låga nivåer, men den påvisar att branschen i helhet befinner sig i en återhämtningsfas. Marknadens förväntningar på 2025 är att räntesänkningarna ökar konsumenternas köpkraft och stärker kundernas disponibla inkomst, vilket förväntas bidra till en förbättrad marknadssituation under år 2025. Marknadsdata för januari månad 2025, efter kvartalets utgång, visade dock att år 2025 har inletts svagt för e-handelsbranschen i helhet, med en total omsättning som minskade 6 % i jämförelse med januari månad 2024.

Justerade EBITDA-resultatet uppgick till -2,4 MSEK under helåret 2024

Under kvartalet uppgick Refines bruttoresultat till 24,3 MSEK, vilket motsvarar en bruttomarginal om cirka 46 % (47 %). Refines VD, David Wallinder, uppger i bokslutskommunikén 2024 att både Folkhemmet och Gasoltuben, vilka utgör de största bolagen inom Koncernen, har förbättrat bruttomarginalerna under H2-24. Den stärkta bruttomarginalen i Folkhemmet är ett resultat av ett utökad fokus på egna varumärken genom satsningar på egna möbelkollektioner, vilket har bidragit till en ökad omsättning för dotterbolagets egna varumärken. Inom Gasoltuben har satsningar på omsättning av etanol och etanolprodukter varit lyckosamma, samt att Gasoltuben invigde dotterbolagets logistikcenter, vilket sammantaget förväntas ha bidragit till bruttomarginalförbättringar under H2-24 och stärker utsikterna framåt. För helåret 2024 uppgick bruttomarginalen till 42 %, vilket är marginellt högre än Analyst Groups estimat om 41 %.

Refines totala rörelsekostnader (exklusive COGS och avskrivningar) uppgick till 27,4 MSEK, vilket kan sättas i relation till 39,2 MSEK under motsvarande period föregående år eller 23,5 MSEK under föregående kvartal, där övriga externa kostnader bidrar till ökningen Q-Q. Under kvartalet uppgick EBITDA-resultatet till -3,1 MSEK (-5,4), där avvecklingarna av dotterbolagen under kvartalet bidrar till en kostnad av engångskaraktär om cirka 0,6 MSEK, och det justerade EBITDA-resultatet uppgick till -2,5 MSEK. Samtidigt uppgick EBITA-resultatet, det vill säga rörelseresultatet före goodwill-avskrivningar, till -3,2 MSEK och kan sättas i relation till -4,7 MSEK under motsvarande period föregående år. Kvartalet påverkas därutöver av en direktnedskrivning av goodwill avseende Gasoltuben om 71 MSEK, vilket resulterade i att EBIT-resultatet uppgick till -83 MSEK (-261).

För helåret 2024 uppgick EBITDA-resultatet till -2,9 MSEK, medan det justerade EBITDA-resultatet uppgick till -2,4 MSEK, där justeringen avsåg engångskostnaden under Q4-24. Under föregående år uppgick EBITDA-resultatet till 0,1 MSEK, men jämförbarheten påverkas dels av ett förändrat antal operativa dotterbolag, dels av att EBITDA-resultatet föregående år påverkades positivt av en utebliven tilläggsköpeskilling, som stärkte resultatet med 12,5 MSEK. Det justerade EBITDA-resultatet under föregående år (2023) uppgick därmed till -12,4 MSEK. Likt tidigare nämnt redovisar Refine finansiell utveckling för de nuvarande operativa dotterbolagen inom Koncernen (proforma), rensat för koncernkostnader, vilket påvisar ett förbättrat rörelseresultat under år 2024 med ett EBITDA-resultat om 6 MSEK, vilket kan jämföras med 4 MSEK under år 2023. Förbättringen tyder på en återhämtning av omsättningen samt är ett kvitto på de strategiska initiativ Refine har initierat och genomfört under år 2024, vilket även förväntas bidra till en ökad lönsamhet när marknaden förbättras.

42 %
BRUTTOMARGINAL
2024

-2,4 MSEK
EBITDA-RESULTAT
(adj) 2024

Stärkt balansräkning under år 2024

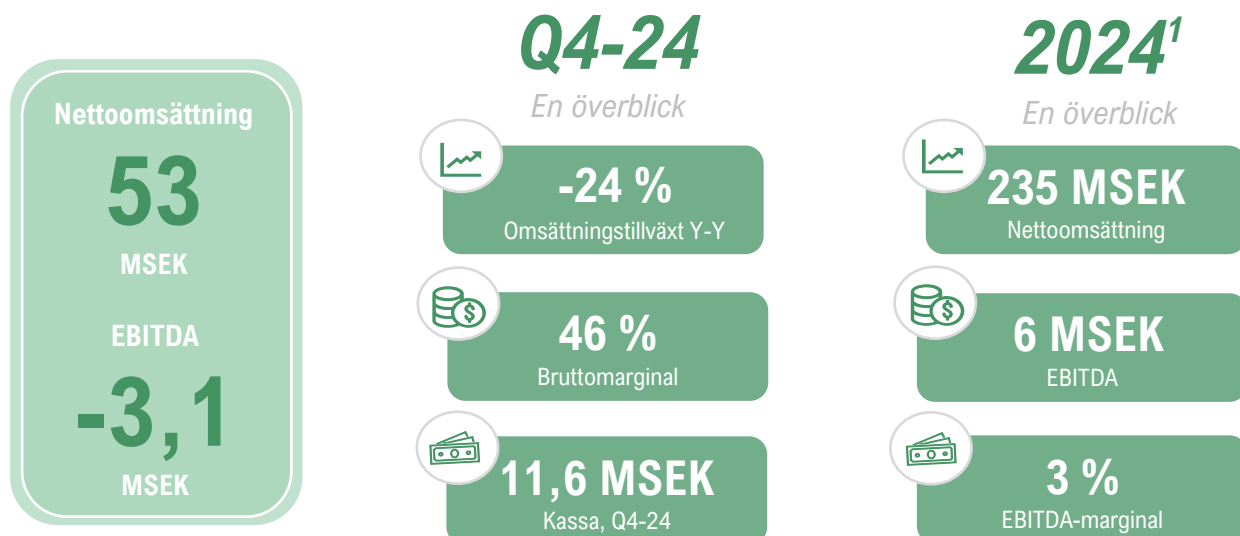
Vid utgången av Q4-24 uppgick kassan till 11,6 MSEK, vilket motsvarar en ökning om cirka 3,4 MSEK jämfört med utgången av föregående kvartal (Q3-24), då kassan uppgick till 8,2 MSEK. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 7,9 MSEK, vilket påverkas positivt av förändringar i rörelsekapitalet. Under helåret 2024 har Refine betydligt stärkt Bolagets balansräkning, vilket har genomförts genom en riktad emission och avyttring av dotterbolaget SQRTN Company. Arbetet med att stärka balansräkningen och renodla verksamheten mot tillgångar med stark utvecklingspotential har inneburit att Koncernen har minskat de räntebärande skulderna med över 40 MSEK, vilka vid kvartalets utgång uppgick till cirka 35,1 MSEK. Utöver att skuldsättningen har minskat och balansräkningen har förbättrats, har de strategiska initiativen och översynen även inneburit ett stärkt löpande kassaflöde, vilket likväl blir tydligt under kvartalet, samt frigör resurser för satsningar i de operativa dotterbolagen där Refine ser störst potential. I linje med arbetet att stärka balansräkningen har Refine upptagit ett lån om 10 MSEK från Buntel AB, vilket kommunicerades i slutet av Q4-24 och stärker Bolagets finansiella ställning i Q1-25. För att uppfylla villkoren för ett av lånen avser Refine att genomföra en riktad nyemission om cirka 22,7 miljoner teckningsoptioner till Buntel. Refines VD, David Wallinder, uppger därutöver i bokslutskommunikén att den strukturella översynen fortsätter under inledningen av år 2025, vilket exempelvis innefattar en möjlig avyttring av Ecomm Holding AB, det vill säga dotterbolaget Gasoltuben, som ett led i att kraftigt reducera skuldsättningen i Bolaget och stärka kassaflödet. Styrelsen har som följd av detta valt att proaktivt skriva ner värdet på aktierna i Ecomm Holding AB under kvartalet.

Sammanfattningsvis uppvisar Refine en helårsomsättning om 245 MSEK, vilket är marginellt lägre än Analyst Groups tidigare estimat för helåret. Samtidigt påvisar bokslutskommunikén att underliggande operativa bolag uppvisar en organisk tillväxt och ett förbättrat EBITDA-resultat (proforma), där fem av Koncernens sex dotterbolag har uppvisat förbättringar av rörelseresultatet på EBITDA-nivå under helåret 2024, vilket vi anser är ett kvitto på den återhämtning Koncernen befinner sig i går åt rätt håll. Därutöver har Bolaget lagt stort fokus på att stärka balansräkningen, vilket har inneburit minskade räntebärande skulder och en stärkt balansräkning. Arbetet med att stärka balansräkningen och den strategiska översynen av verksamheterna förväntas fortsätta under år 2025. Detta genomförs för att ytterligare förbättra balansräkningen och frigöra resurser för operativa dotterbolag med störst potential. Försäljningen av SQRTN exemplifierar detta, då den påvisade underliggande värden, något vi anser även finns inom Koncernen.

Bokslutskommunikén tyder samtidigt på att Refine fortsatt verkar i en marknad med utmaningar, där återhämtningen av konsumenternas köpkraft går långsamt, vilket är ett återkommande tema bland marknadens branschaktörer. Trots att det finns orosmoln på kort sikt inom marknaden, finns flera positiva tecken på att återhämtningen tar fart under år 2025, där Refine har genomfört strategiska initiativ för att positionera dotterbolagen för att nyttja den digitala omställningen och kapitalisera på en ökad efterfrågan.

Överblick över Refine Groups Q4-rapport

Nettoomsättning, tillväxt Y-Y, bruttomarginal och utgående kassa Q4-24 samt EBITDA och EBITDA-marginal helåret 2024¹.

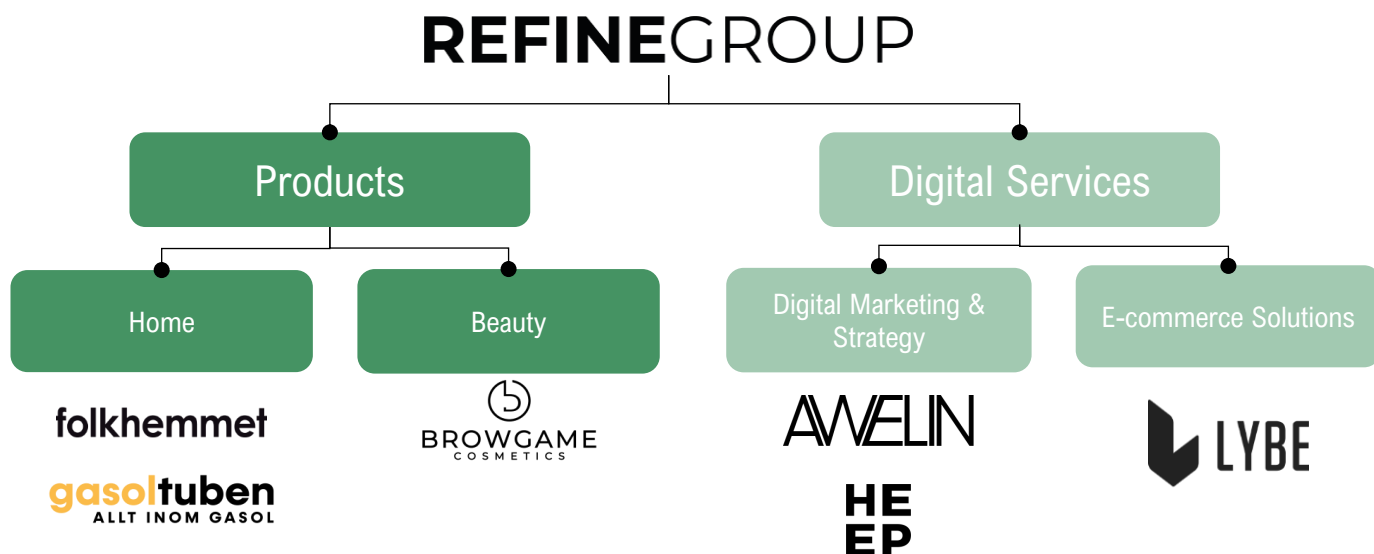


¹ Utgör proforma redovisning för år 2024, baserat på helägda operativa bolagen i Koncernen och exkluderar Koncernens overhead-kostnader.

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 sex bolag, varav tre dotterbolag 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 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 ~75 %
AV REFINES TOTALA
INTÄKTER



4,6 / 5



folkhemmet

4,5 / 5

FOLKHEMMET
LANSERADE EN NY
E-HANDEL UNDER
Q1-25

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.

85 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
2023

SQRTN
COMPANY

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

Avyttrades för en
köpeskilling om
11 MSEK

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.

80 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
2023


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.

7 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
2023

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 VARUMÄRKESKÄNNEDOM

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 160 mdSEK under helåret 2024 enligt Svensk Handel, vilket motsvarar en ökning om 11 % i jämförelse med år 2023, vilket utgör en vändning från negativ tillväxt under år 2022-2023. Den svenska e-handeln har visat på en stark årlig omsättningstillväxt, vilken enligt Postnords E-handelsbarometer uppgick till cirka 13 % under år 2014-2024. Minskningen under åren 2022 och 2023 förklarar 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.

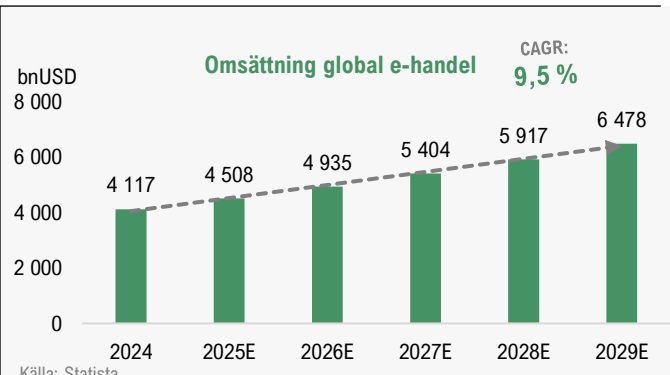
Ökad bekvämlighet
Ökad komfort med digitala tjänster och plattform, där konsumenten kan handla var och när.

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.



Källa: Postnords E-handelsbarometer

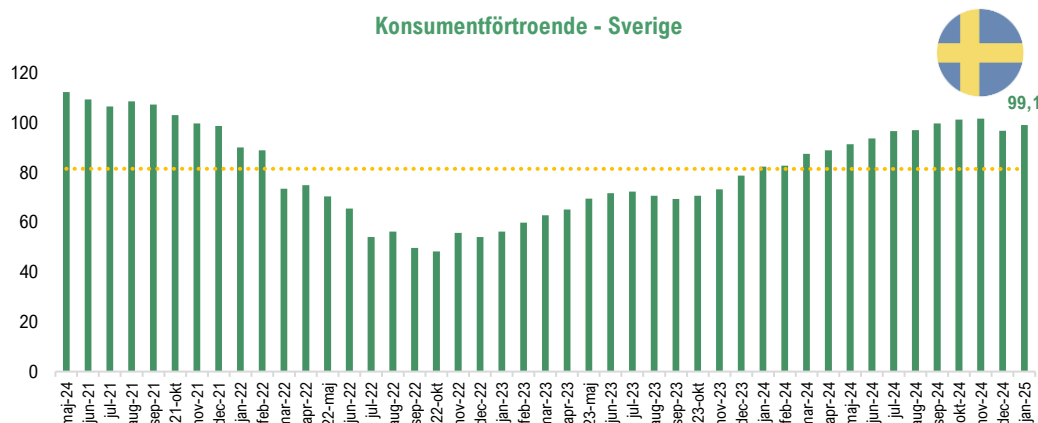
Källa: Statista

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.

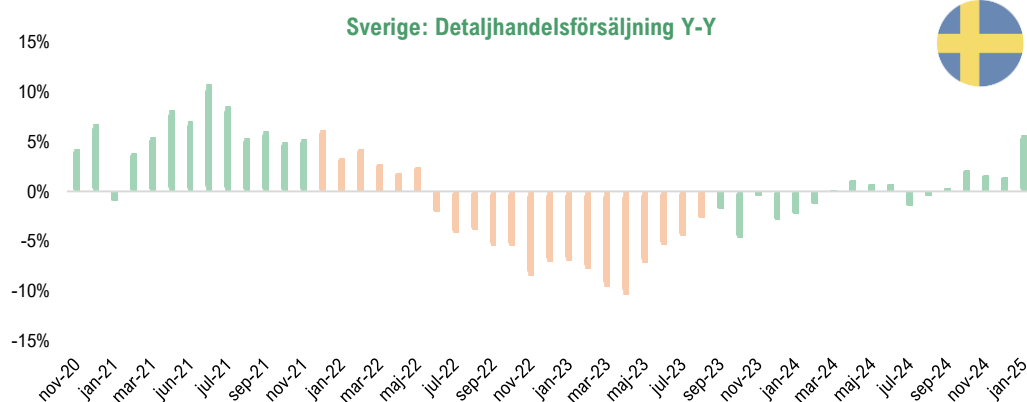
Konsumentensentimentet har försämrats något globalt som ett resultat av den senaste tidens räntehöjningar, hög inflation, geopolitisk osäkerhet, volatila energipriser och en allmän ekonomisk nedgång. Dessa händelser har också påverkat konsumenternas disponibla inkomst, vilket i sin tur har påverkat detaljhandelsförsäljningen.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



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 marknadsclimat, 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 sex dotterbolag, varav tre 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 245 MSEK (262) under helåret 2024, vilket motsvarar en minskning om 6 %. Den redovisade omsättning har minskat till följd av ett minskat antal dotterbolag i Koncernens, vilket påverkar jämförbarheten. Ecomm Holding, bestående av Gasoltuben och iPhonebutik, konsoliderades i Koncernens räkenskaper vid månadsskiftet maj/juni år 2023. iPhonebutik (Skogstrollen AB) avyttrades i slutet av år 2023, vars nettoomsättning uppgick till 47,9 MSEK (55,7) under helåret 2023, medan SQRTN avyttrades under oktober månad 2024.

Refine har som koncern därmed en relativt kort finansiell historik, men sett till underliggande operativa dotterbolag har vardera bolag respektive 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* utgör cirka 75 % 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.

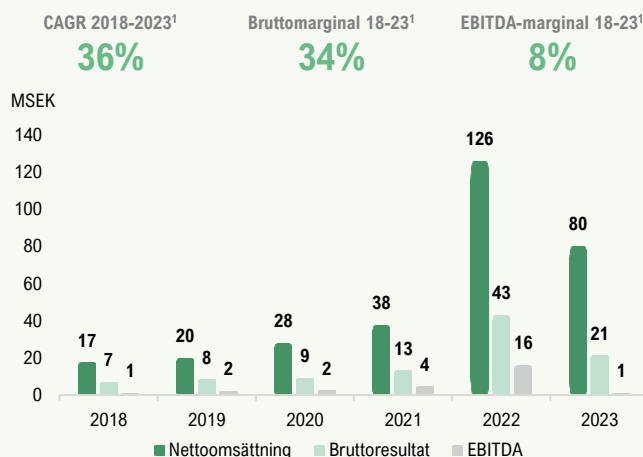
Affärsområdet *Digital Services* utgjorde cirka 25 % av Refines totala intäkter LTM där de största bolagen sett till omsättning utgörs av Awelin och Lybe. Affärsområdet består av dotterbolag som erbjuder tjänster och mjukvara i syfte att hjälpa företag att driva lönsam tillväxt online och vid digital 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.

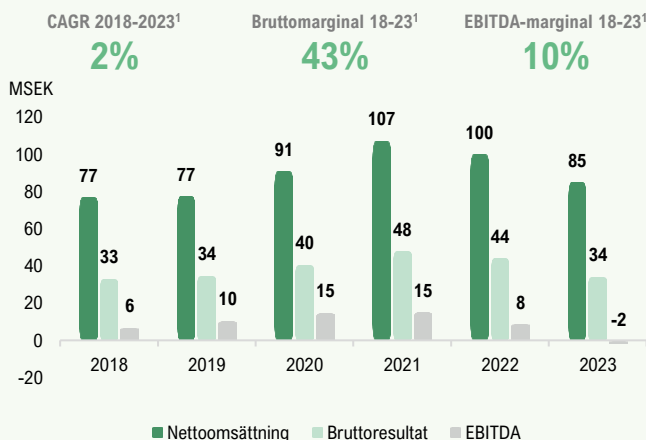
Urval av dotterbolag

gasoltuben

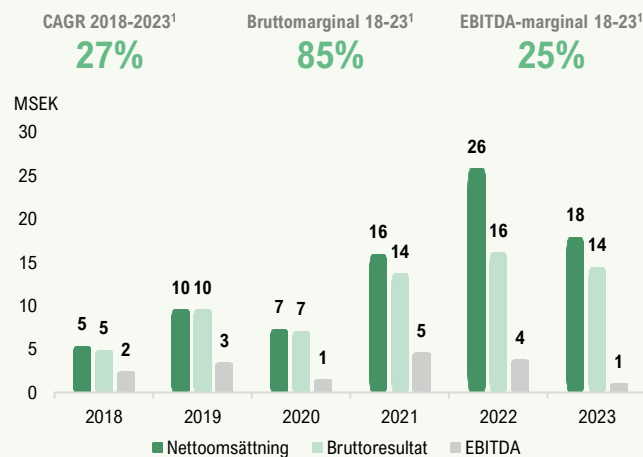
ALLT INOM GASOL



folkhemmet



AMELIN



262 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
ÅR 2023

Finansiell historik

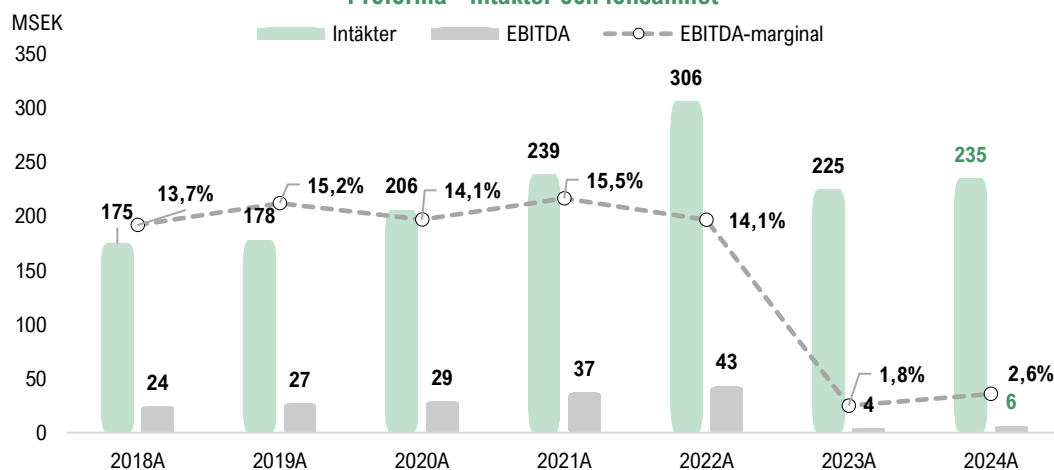
Refines nettoomsättning uppgick till 245 MSEK (262) under helåret 2024. Refine minskade omsättningen med 6 % i jämförelse med år 2023, primärt förklarad av ett minskat antal dotterbolag i Koncernen. Likt tidigare nämnt, avyttrade Refine iPhonebutiken under slutet av år 2023 (29 december 2023) och vissa 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. Därutöver avyttrades SQRTN under början av Q4-24, vilket minskade omsättningen under fjärde kvartalet och påverkar jämförelsen framgent. Refine redovisar den finansiella utvecklingen proforma, vilket avser de helägda operativa bolagen i Koncernen och utgörs vid utgången av 2024 av Folkhemmet, Gasoltuben och Browgame inom affärsområdet Products samt Awelin, Heep och Lybe inom affärsområdet Digital Services. Nettoomsättningen proforma uppgick till 235 MSEK under helåret 2024, vilket kan jämföras med 225 MSEK under helåret 2023 och 306 MSEK under helåret 2022. Nettoomsättning proforma minskade dock med ca 26 % under helåret 2023 i jämförelse med år 2022, vilket till viss del förklaras av utmaningar inom marknaden för digital handel. Under år 2022 har 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 6 % under de senaste fem åren (2019-2024) och justerat för helåret 2023 har Refine uppvisat en CAGR om 15 % (2018-2022). Under de senaste sex åren (2018-2024) har även Refine på proforma-basis uppvisat en genomsnittlig EBITDA-marginal om 11 %. Under helåret 2021 uppvisade Refine en nettoomsättningstillväxt om cirka 16 %, där Refine per proforma-basis hade det starkaste lönsamhetsåret, med ett EBITDA-resultat om 37 MSEK och en EBITDA-marginal om 15,5 %.

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, 2018-2024.

Proforma - Intäkter och lönsamhet



Källa: Refine och Analyst Group

Refines nettoomsättning uppgick till 53 MSEK under Q4-24, vilket innebar att den konsoliderade omsättningen minskade med 21 % Y-Y. Medan för helåret 2024 uppgick nettoomsättningen till 245 MSEK, vilket motsvarar en minskning om 6 %. Intäktsminskningen för kvartalet och året förklaras primärt av att Koncernen bestod av ett minskat antal underliggande operativa bolag. Ecomm Holding konsolideras från juni månad 2023, samt att iPhonebutiken 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 är därmed inte en del av 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. Till följd av de strategiska arbetet har även dotterbolaget Mandyskins likviderats under slutet av år 2024.

HISTORISK LÖNSAM
TILLVÄXT

Products

folkhemmet

gasoltuben
ALLT INOM GASOL

BROWGAME
COSMETICS

Digital Services

AWELIN

HE
EP

LYBE

Omsättningsprognos 2025-2027

Refines operativa dotterbolag inom affärsområdet Product är verksamma inom två 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. Den negativa organiska tillväxten i dotterbolaget Gasoltuben förklaras primärt av höga jämförelsetal jämfört med år 2022, till följd av en hög efterfrågan av bolagets värmeprodukter, men även branden i Gasoltubens lokaler som skedde i slutet av Q2-23, vilket hämmade omsättningen samt marginalerna under helåret 2023. Under år 2024 har Gasoltuben invigt Bolagets nya logistik-anläggning, vilken förväntas förbättra förutsättningarna för en förbättrad frakt- och logistikhantering, ökad marknadsnärvaro och möjlighet för en fortsatt geografisk expansion av varumärket.

Marknaden inom digital handel var utmanande under helåret 2023, där totalomsättningen i e-handeln i konsumentledet minskade med 8 % i löpande priser men påvisade tecken på en återhämtning under år 2024, där totalomsättningen ökade med cirka 11 % enligt Svensk Handel, dock till stor del driven av utländska e-handelsföretag. Lågrprisaktörer som kinesiska Temu och Shein lyfts fram som ett orosmoln för e-handelsaktörer i Sverige och Europa. Samtidigt tilläggs att andelen som e-handlar möbler är bland de lägsta av varukategorierna, där e-handeln enbart har en andel om 3 % (4 %), vilket är i nära linje med byggvaror och alkohol, samt sätts i relation till kläder eller skor om 30 % eller skönhets- och hälsoprodukter om 18 %. Under år 2023 var möbler den varukategori som minskade mest, vilken minskade med 38 % i jämförelse med år 2022. 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 därmed tog marknadsandelar. Därutöver växte varukategori möbler med 51 % under perioden år 2024 i jämförelse med motsvarande period föregående år, vilket tyder på en ökad efterfrågan i varukategori men förklaras likväl av en återhämtningseffekt från den svaga omsättningsutvecklingen 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. 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 del tillfalla kvartalen Q2 och Q4, medan vi estimerar att det första kvartalet utgör 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 varumärkeskännedom, 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, Awelin och Lybe, där Folkhemmet har lanserat en ny e-handelsplattform för att optimera försäljning och förbättra *Business Intelligence*.

Under Q4-24 avyttrades SQRN Company, vilka under år 2023 omsatte cirka 31,4 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 2,1 MSEK, medan Mandy likviderades. Till följd av bland annat avyttringen estimerar Analyst Group en minskad omsättning under helåret 2025 inom affärsområdet Products, vilket även bidrar till högre jämförelsetal. Omsättningen estimeras uppgå till 200 MSEK, där en starkare konsumentmarknad från och med Q2-25 förväntas bidra till ett relativt baktungt år 2025.

**GASOLTUBEN
INVIGDE UNDER
ÅR 2024 BOLAGETS
NYA LOGISTIK-
ANLÄGGNING**

folkhemmet

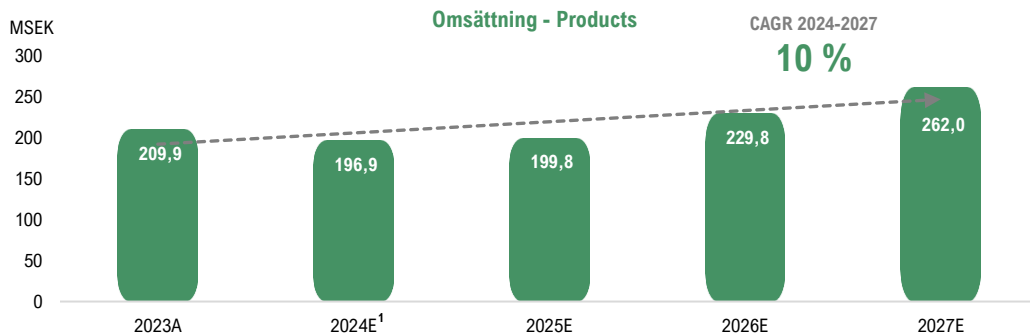
**FOLKHEMMET
VINNER MARKNADS-
ANDELAR I EN
UTMANANDE
MARKNAD**

Sammanfattningsvis förväntas produkterbjudanden inom Products utvecklas och stärkas inom respektive affärssegment för att möta efterfrågan hos konsumenterna, vilket är i linje med Bolagets strategiska initiativ och estimeras bidra till att respektive varumärke lyckas vinna marknadsandelar. Detta förväntas i ett längre perspektiv bidra till en successiv återgång mot dotterbolagens historiska nivåer. 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 dotterbolagen växa i linje med det historiska genomsnittet, vilket i regel har varit högre än underliggande marknad och därigenom bidragit till ökade marknadsandelar. Givet ovan prognostiseras Refines affärsområde Products uppvisa en årlig tillväxttakt om 10 % mellan åren 2024–2027, vilket dock påverkas av ett förändrat antal dotterbolag i Koncernen, där tillväxttakten förväntas accelerera från och med år 2026.

Refines affärsområde Products estimeras växa med en CAGR om 10 %

Omsättning affärsområdet Products, 2023-2027E.

262 MSEK
OMSÄTTNING
PRODUCTS 2027E



Omsättningsprognos: Digital Services

Källa: Analyst Groups prognos

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).

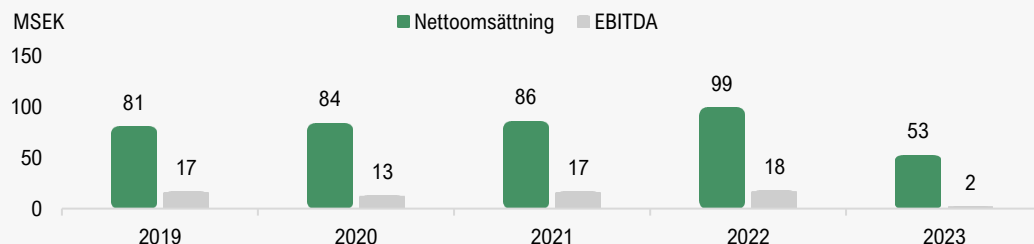
Den minskade omsättningen från dotterbolaget Heep estimeras ha bidragit starkast till den minskade omsättningen inom affärsområdet, vilket är ett resultat av att ett par större kunder har förlorats, samt ett förändrat tjänsteerbjudande. Tidigare drevs intäkterna till stor del av vidarefakturerering av 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 2023.¹

¹ Omsättningen för affärsområdet Products och Digital Services för år 2024 utgör en estimering av Analyst Group, till följd av Refine inte har särredovisat intäkterna för affärsområdet.

AWELIN OCH LYBE
HAR HISTORISKT
UTGJORT
TILLVÄXTDRIVARE
INOM DIGITAL
SERVICES

Historisk utveckling av affärsområdet Digital Services

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



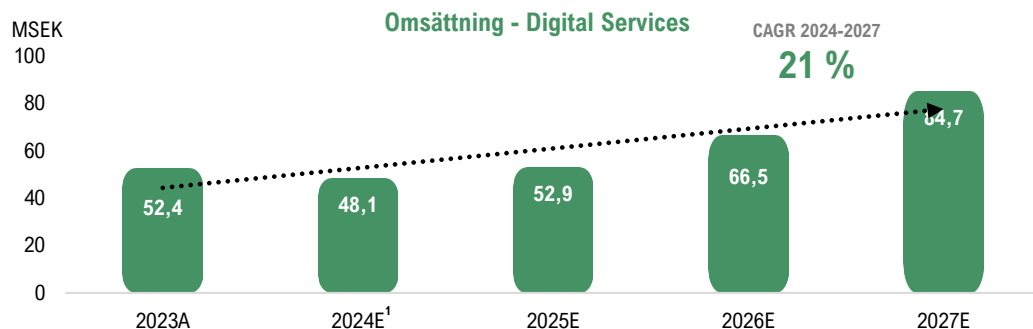
Dotterbolagens företagskunder är primärt verksamma inom den digitala handeln eller företagskunder som vill öka den digitala närvaron/handeln, men likväl lösningar för att effektivisera och digitalisera verksamheter inom digital handel, såsom exempelvis *Business Intelligence*-system (BI) eller *Product Information Management*-system (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 även 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 under år 2025 estimeras affärsområdet stegvis öka omsättningen från och med helåret 2025, vilken estimeras uppgå till 53 MSEK, vilket är ett resultat av en viss fördröjning av företagens 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 2026 och 2027. Givet ovan, i kombination med en ökad nykundsanskaffning under år 2025 och framåt, estimeras affärsområdet växa intäkterna med genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 21 % mellan åren 2024-2027, för att uppgå till 85 MSEK under helåret 2027.

85 MSEK
OMSÄTTNING
DIGITAL SERVICES
2027E

Refines affärsområde Digital Services estimeras växa med en CAGR om 21 %

Omsättning affärsområdet Digital Services, 2023-2027E.



Källa: Analyst Groups prognos

Sammantaget, baserat på härledda prognoser för respektive affärsområde inom Refine Group, estimeras Koncernen uppvisa en nettoomsättning om 253 MSEK under helåret 2025, vilket motsvarar en negativ tillväxt om cirka 3 % i jämförelse med konsoliderade siffror för helåret 2024, 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 genomfördes under år 2023 och 2024, däribland SQRN Company under Q4-24, vilket, i kombination med en svag återhämtning av konsumentmarknaden, 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 omsättning inom Digital Services. Därtill estimerar Analyst Group på medel- till lång sikt att en geografisk expansion inom respektive varumärke inom Products likväl utgör en tillväxt drivare, där Gasoltuben, med ett nytt logistikcenter på plats, genomför geografiska satsningar med bland annat god uppvisad tillväxt i Finland och Danmark. Under helåret 2026 estimeras en bredare återhämtning av marknaden, vilket i kombination med en operationellt stark position resulterar i en prognostiserad nettoomsättning uppgående till 296 MSEK, motsvarande en tillväxt om 17 %. Intäkts synergier inom Refine estimeras även bidra till en ökad tillväxt under prognosperioden.¹

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

² Omsättningen för affärsområdet Products och Digital Services för år 2024 utgör en estimering av Analyst Group, till följd av Refine inte har särredovisat intäkterna för affärsområdet.

296 MSEK
OMSÄTTNING 2026E

Bruttokostnader

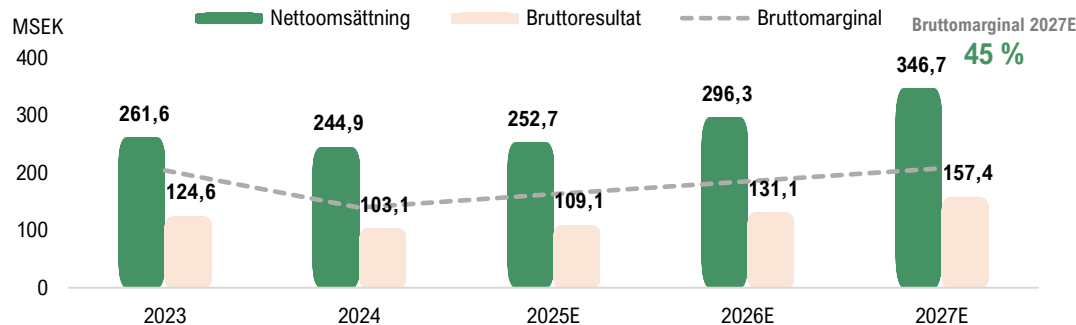
Refine bruttokostnader utgörs av kostnaden för sålda varor, men innefattar likväl kostnader hänförliga till frakt, leverans till kund och till viss del marknadsföringskostnader. Under helåret 2024 uppgick bruttoresultatet till 102 MSEK, motsvarande en bruttomarginal om ca 42 %. Inom affärsområdet Products 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, samt ökad försäljning av egna varumärket, vilket estimeras bidra till en ökad kundlojalitet och korsförsäljning, och resultera i hög ROI av marknadsföringsinsatser samt högre LTV per kund inom affärsområdet Products. Inom Digital Services estimeras en bruttomarginalsexpansion från och med 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 109 MSEK, motsvarande en marginal om 43 %.

109 MSEK
BRUTTORESULTAT
2025E

43 %
BRUTTOMARGINAL
2025E

Refines bruttomarginaler estimeras stiga under prognosperioden

Nettoomsättning, bruttokostnader och bruttomarginaler, 2023-2026E.



Källa: Analyst Groups prognos

Rörelsekostnader

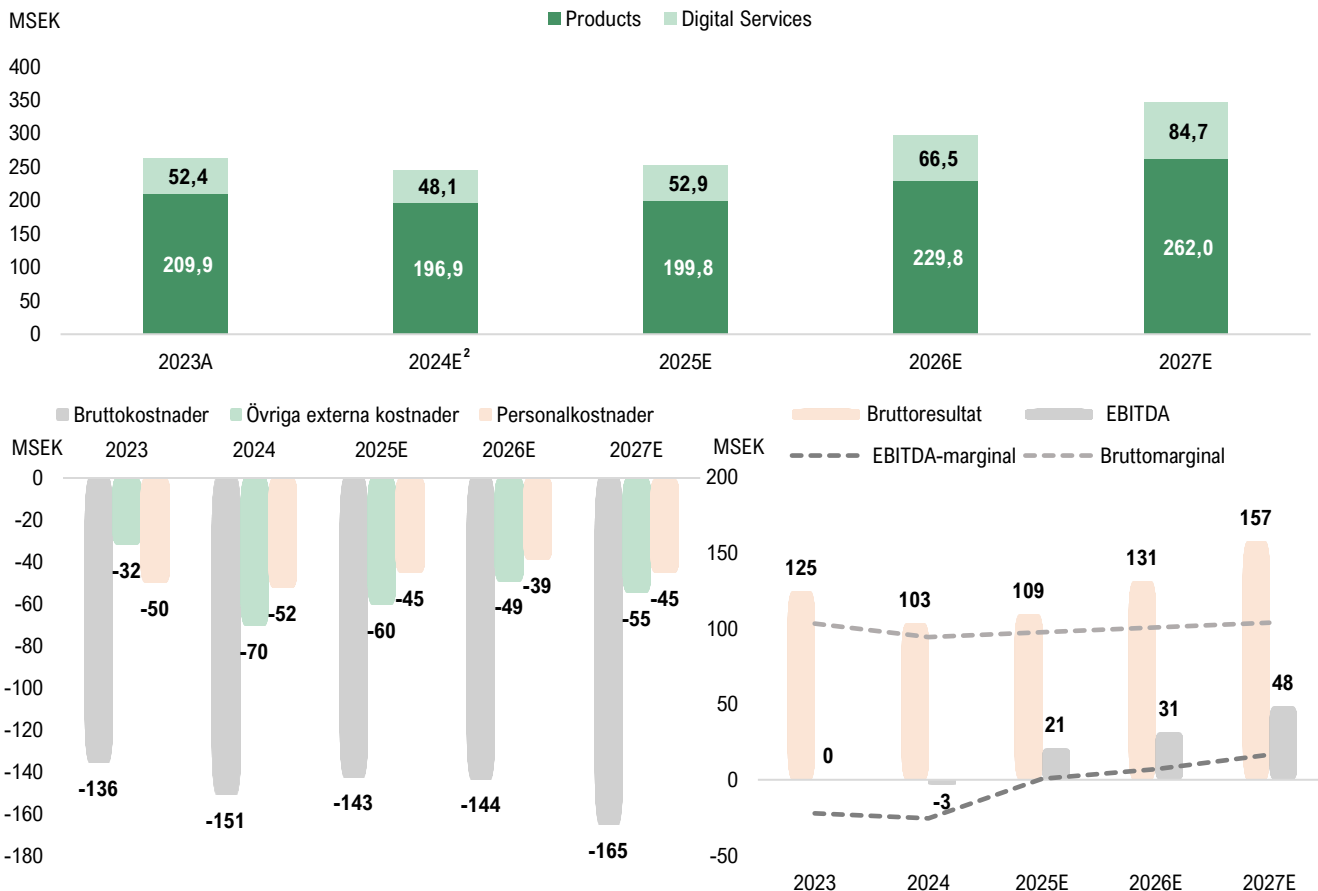
Avseende rörelsekostnader så utgör övriga externa kostnader den största utgiften, uppgående till cirka 60 MSEK under helåret 2024. Dessa kostnader omfattar olika utgifter relaterade till lokaler, overhead-kostnader, försäljning, marknadsföring, administration och andra operativa kostnader, där marknadsföring 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 25 % av nettoomsättningen under helåret 2024, medan personalkostnader utgjorde 18 % av nettoomsättningen under helåret 2024. Medelantalet anställda estimerat ha minskat under helåret 2024 till följd av avyttringar av dotterbolag, då kostnadsposten minskade från 52 MSEK under år 2023, till 45 MSEK under år 2024. 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 2027 estimeras övriga externa kostnader utgöra cirka 17 % av Refines nettoomsättning, medan personalkostnader estimeras utgöra cirka 14 %.

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 8 % under helåret 2025, för att sedan uppgå till 11 % under helåret 2026 och slutligen 14 % under helåret 2027.

14 %
EBITDA-MARGINAL
2027E

En finansiell överblick av Analyst Groups prognoser

Prognos, Base scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	232,6	261,6	244,9	252,7	296,3	346,7
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	0,8	0,1	0,0	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	245,7	252,8	296,3	346,7
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	-142,6	-143,7	-165,2	-189,3
Bruttoresultat	98,0	124,6	103,1	109,1	131,1	157,4
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	42,0%	43,2%	44,3%	45,4%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	-60,5	-49,2	-54,8	-58,9
Personalkostnader	-49,8	-52,4	-45,2	-39,0	-45,0	-49,9
EBITDA	16,0	0,1	-2,9	20,8	31,1	48,4
EBITDA-marginal	7%	0,0%	-1%	8%	11%	14%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	-116,0	-24,7	-19,4	-15,1
EBIT	-11,5	-290,4	-118,9	-3,9	11,7	33,3
EBIT-marginal	-5%	-111%	-49%	-2%	4%	10%



¹ Avser konsoliderade siffror för Refine Group enligt årsredovisning 2023 och bokslutskommuniké 2024.

² Omsättningen för affärsområdet Products och Digital Services för år 2024 utgör en estimering av Analyst Group, till följd av Refine inte har särredovisat intäkterna för affärsområdet.

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 och Beauty, 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
GENOMSnittlig
EV/S-MULTIPEL
(2024)

11,6x
GENOMSnittlig
EV/EBITDA (2024)

1 048 MSEK
MEDIAN
MARKNADSVÄRDE

8,2 %
GENOMSnittlig
TILLVÄXT Y-Y (2025)

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

Kort överblick av jämförelsebolag avseende verksamhetsområde och marknadsplats

DESENIO GROUP

E-handelsföretag inom väggkonst.

Marknadsplats: First North

avensia

Levererar e-handelslösningar och digital infrastruktur.

Marknadsplats: First North

bhg.

Återförsäljare av bygg- och heminredningsprodukter.

Marknadsplats: Mid Cap

NewWave

Erbjuder diverse produkter inom sport och inredning.

Marknadsplats: Large Cap

Purefun

E-handelsföretag inom sällanköpsvaror.

Marknadsplats: First North

Online Brands

Driver, utvecklar och förvärvar e-handelsverksamheter.

Marknadsplats: First North

RUGVISTA

Onlineförsäljning av mattor via webbutiker.

Marknadsplats: First North

RevolutionRace

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

Marknadsplats: Mid Cap

matas

Säljer produkter inom skönhet och hälsa.

Mid Cap Copenhagen



Erbjuder sportfiskeprodukter via e-handel och butik.

Marknadsplats: First North

NELLY

Erbjuder kläder och accessoarer D2C via e-handel.

Marknadsplats: Small Cap

LYKO

Erbjuder skönhetsprodukter inom hud- och hårvård.

Marknadsplats: First North

Boozt

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

Marknadsplats: Mid Cap

Bolag	Equity	Enterprise	EV/S		EV/EBITDA		Intäkts	EBITDA	Intäkts	Intäkts	EBITDA	EBITDA
	Value	Value	2024	2025E	2024	2025E	CAGR	CAGR	tillväxt	tillväxt	marginal	marginal
	(MSEK)	(MSEK)					2022-2025E	2022-2025E	2024	2025E	2024	2025E
Detaljhandelsbolag												
Desenio	39	1 039	1,1x	1,1x	20,7x	8,8x	0,8%	-7,1%	-2,9%	5,4%	5,3%	12,0%
Purefun	134	130	0,6x	0,6x	7,6x	6,1x	15,5%	35,2%	4,7%	12,2%	8,4%	9,4%
Söder Sportfiske	262	227	1,0x	n.a.	14,9x	n.a.	n.a.	n.a.	4,0%	n.a.	6,6%	n.a.
Avensia	359	374	0,9x	0,9x	8,4x	6,3x	0,6%	128,1%	2,1%	4,2%	10,6%	13,5%
Online Brands	354	372	1,0x	n.a.	16,7x	n.a.	n.a.	n.a.	22,0%	n.a.	6,1%	n.a.
Nelly	1 048	1 111	1,0x	1,0x	7,6x	n.a.	-4,0%	n.a.	3,1%	5,1%	13,3%	n.a.
Rugvista	1 018	827	1,2x	1,1x	10,7x	7,6x	5,1%	8,1%	-1,0%	7,2%	11,2%	14,6%
Lyko Group	2 027	3 056	0,9x	0,7x	10,6x	8,6x	18,5%	29,7%	16,6%	16,1%	8,1%	8,6%
BHG Group	4 567	6 955	0,7x	0,7x	11,4x	9,8x	-8,0%	-4,4%	-15,5%	5,2%	6,1%	6,8%
Revolution Race	5 026	4 757	2,6x	2,4x	12,0x	11,5x	15,0%	3,8%	17,9%	10,0%	21,5%	20,5%
Boozt	8 225	7 929	1,0x	0,9x	10,6x	10,1x	10,3%	15,6%	6,3%	9,8%	9,0%	8,7%
New Wave Group	10 446	12 265	1,3x	1,2x	7,8x	7,0x	4,4%	0,1%	0,2%	5,6%	16,5%	17,5%
Matas	8 345	11 580	1,7x	1,4x	11,5x	9,4x	24,5%	15,2%	49,3%	25,1%	15,0%	14,6%
Maximum	10 446	12 265	2,6x	2,4x	20,7x	11,5x	24,5%	128,1%	49,3%	25,1%	21,5%	20,5%
75th Percentile	5 026	6 955	1,2x	1,2x	12,0x	9,7x	15,2%	26,1%	16,6%	11,1%	13,3%	14,6%
Median	1 048	1 111	1,0x	1,0x	10,7x	8,7x	5,1%	11,6%	4,0%	7,2%	9,0%	12,8%
Mean	3 219	3 894	1,1x	1,1x	11,6x	8,5x	7,5%	22,4%	8,2%	9,6%	10,6%	12,6%
25th Percentile	354	374	0,9x	0,8x	8,4x	7,1x	0,7%	1,0%	0,2%	5,3%	6,6%	8,8%
Minimum	39	130	0,6x	0,6x	7,6x	6,1x	-8,0%	-7,1%	-15,5%	4,2%	5,3%	6,8%
Refine	24	47	0,2x	0,2x	neg.	2,3x	n.a.	n.a.	-6%	3%	-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.

Base Scenario

Estimerad EBITDA 2025E

20,8 MSEK

Applicerad EV/EBITDA-multipel

8x

Värde per aktie

2,3 SEK

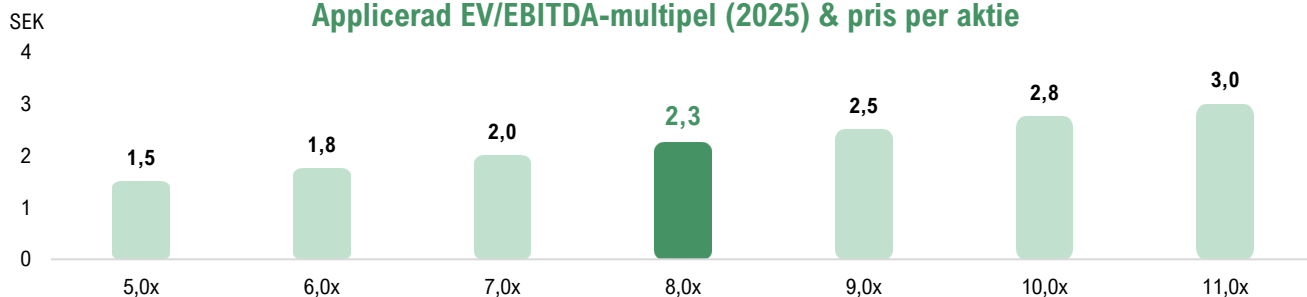
Med tanke på att Refine på proforma-basis, avseende underliggande helägda dotterbolag, historiskt har uppvisat en god och stabil lönsamhet på EBITDA-nivå, har Analyst Group baserat värderingen på EV/EBITDA-multipeln för att härleda ett motiverat värde per aktie för Refine. Under år 2024 uppgår Refines nettoomsättning till 245 MSEK och EBITDA-resultatet uppgår till -3 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om -1 % (konsoliderade siffror). Historiskt, baserat på proforma-siffror avseende Refines underliggande helägda dotterbolag, har Refine uppvisat en längre period 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, har Refine utvecklat i linje med eller starkare än marknaden inom specifika varukategorier. Analyst Group har estimerat en gradvis återhämtning av marknaden, vilket i kombination med stark varumärkeskänedom och geografisk expansion resulterar i en gradvis återgång till lönsamhet, där Bolaget estimeras genomföra satsningar för att stärka lönsamheten inom Koncernen. Analyst Group estimerar att strategiska initiativ bidrar till en marginalexpansion under prognosperioden, där EBITDA-marginalen förväntas uppgå till 8 % under år 2025.

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 vända till lönsamhet under år 2025 och uppvisa en EBITDA-marginal om 8 % under år 2025, vilket motiverar en värderingspremie. Samtidigt betonar Analyst Group att det tas i beaktning att operativa dotterbolag har förändrats, varför konsoliderade siffror för Refine påvisar en negativ eller låg tillväxt under år 2024 och 2025.

Mot bakgrund av ovan resonemang anser Analyst Group att Refine bör värderas i linje med peer-gruppen, varför en EV/EBITDA-multipel om 8x appliceras på 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Detta ger, givet 2025 års estimerade EBITDA-resultat om 20,8 MSEK, ett Enterprise Value om ca 166 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 14 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,3 kr (3,0) i ett Base scenario.¹

¹ Värderingen tar inte beaktning till utställda teckningsoptioner till Buntel AB i anslutning till lånet om 10 MSEK. Baserat på att samtliga teckningsoptioner utnyttjas för teckning kan nyemissionen medföra en maximal utspädning om cirka 25,2 %, vilket skulle påverka värderingsintervallet.

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 2027, en normaliserad period mellan åren 2028-2034¹ samt en terminalperiod. Under den explicita prognosperioden estimeras Refine uppvisa en organisk CAGR i nettoomsättningen om 12 %. Vidare, estimeras Bolagets EBITDA-marginal expandera från -1 % år 2024 till att närma sig historiska lönsamhetsnivåer, där vi estimerar att EBITDA-marginalen uppgår till 14 % under år 2027. 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 14 %, vilket ger ett DCF-värde om 3,4 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

42%

PV Normaliserad period (2028-2034E)

41%

PV Estimerad period (2025-2027E)

17%

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 3,8 kr respektive 3,2 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)	2%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	1%
Skattesats	21%

WACC Assumptions

Risikfri ränta	3%
Marknadsriskpremie	6%
Levered Beta	2,0
Small-Cap Risk Premium	3%
Company Specifik Risk Premium	0%
Cost of Equity	17%
Target Debt/(Debt+Equity)	133%
After-Tax Cost of Debt	12%

WACC

14%

Valuation Summary (MSEK)

PV Estimerad period (2025-2027E)	44
PV Normaliserad period (2028-2034E)	104
Terminalvärde	110
Terminalvärde i % av Enterprise Value	42,6%
Total Enterprise Value	257,8
Nettoskuld	23
Total Equity Value	234
Antal aktier (i miljontal)	68
Equity Value Per Share	3,5

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	12%	3,9	4,1	4,3	4,6	4,9
	13%	3,5	3,7	3,8	4,0	4,3
	14%	3,2	3,3	3,4	3,6	3,8
	15%	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4
	16%	2,7	2,8	2,8	2,9	3,1

		EBITDA-marginal (terminalperioden)				
		11,0%	13,0%	15,0%	17,0%	19,0%
WACC	12%	3,6	3,9	4,3	4,6	5,0
	13%	3,3	3,5	3,8	4,1	4,4
	14%	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9
	15%	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5
	16%	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2

¹ Bestående av två perioder, 2028-2030E samt 2031-2034E.

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 mjukvaruebjudande 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 % (2024-2027E), och nå en nettoomsättning om 272 MSEK under år 2025, med ett EBITDA-resultat om cirka 26 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 26 MSEK, ett Enterprise Value om ca 315 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 14 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,8 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 3 % (2024-2027E), och nå en nettoomsättning om 218 MSEK under år 2025, med ett EBITDA-resultat om cirka 4 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 2 %. 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 218 MSEK, ett Enterprise Value om ca 34 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 14 % samt utifrån estimerad nettoskuld motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,4 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

26 MSEK

Applicerad EV/EBITDA-multipel

12x

Värde per aktie

3,8 SEK

Bear Scenario

Estimerad omsättning 2025E

218 MSEK

Applicerad EV/S-multipel

0,3x

Värde per aktie

0,4 SEK

¹ Se Appendix sida 24 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 %).

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	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	232,6	261,6	244,9	252,7	296,3	346,7
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	0,8	0,1	0,0	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	245,7	252,8	296,3	346,7
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	-142,6	-143,7	-165,2	-189,3
Bruttoresultat	98,0	124,6	103,1	109,1	131,1	157,4
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	42,0%	43,2%	44,3%	45,4%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	-60,5	-49,2	-54,8	-58,9
Personalkostnader	-49,8	-52,4	-45,2	-39,0	-45,0	-49,9
EBITDA	16,0	0,1	-2,9	20,8	31,1	48,4
EBITDA-marginal	7%	0,0%	-1%	8%	11%	14%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	-116,0	-24,7	-19,4	-15,1
EBIT	-11,5	-290,4	-118,9	-3,9	11,7	33,3
EBIT-marginal	-5%	-111%	-49%	-2%	4%	10%

DCF - Base scenario (MSEK)	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod							Terminal
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Value
NOPAT	-4	10	17	21	25	27	28	29	31	32	44
+ D&A	24	19	14	12	11	11	11	11	11	11	5
- CAPEX	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	6
Ökning (-) / Minskning (+) i rörelsekapitalet	-4	-10	-8	-3	-3	-2	-2	-3	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	16	18	23	30	32	36	37	37	39	41	41
Fritt kassaflöde (diskonterat)	14	14	16	18	17	17	15	13	12	11	110

DCF - Base scenario (MSEK)	
WACC	14%
Nuvärde fria kassaflöden	148
Terminalvärde	110
Enterprise Value	258
Nettoskuld	23
Equity Value	234
Antal aktier (i miljontal)	67,5
Värde per aktie (SEK)	3,5

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. Enbart intäkter och EBITDA hämtat från senaste delårsrapport.

Prognos, Bull scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	232,6	261,6	244,9	272,6	341,5	438,5
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	0,8	0,1	0,0	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	245,7	272,6	341,5	438,5
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	-142,6	-154,6	-189,3	-234,9
Bruttoresultat	98,0	124,6	103,1	118,0	152,2	203,7
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	42,0%	43,3%	44,6%	46,4%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	-60,5	-52,1	-62,2	-73,7
Personalkostnader	-49,8	-52,4	-45,2	-39,5	-49,5	-61,4
EBITDA	16,0	0,1	-2,9	26,3	40,4	68,5
EBITDA-marginal	7%	0,0%	-1%	10%	12%	16%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	-116,0	-24,7	-19,4	-15,1
EBIT	-11,5	-290,4	-118,9	1,6	21,0	53,3
EBIT-marginal	-5%	-111%	-49%	1%	6%	12%
Prognos, Bear scenario (MSEK)	2022 ¹	2023 ¹	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	232,6	261,6	244,9	218,2	239,8	270,0
Övriga rörelseintäkter	0,9	13,9	0,8	0,1	0,0	0,0
Totala intäkter	233,6	275,5	245,7	218,3	239,8	270,0
Bruttokostnader	-135,6	-150,9	-142,6	-140,6	-148,1	-165,6
Bruttoresultat	98,0	124,6	103,1	77,7	91,7	104,5
Bruttomarginal	41,9%	45,2%	42,0%	35,6%	38,2%	38,7%
Övriga externa kostnader	-31,9	-70,5	-60,5	-45,4	-48,9	-51,3
Personalkostnader	-49,8	-52,4	-45,2	-37,1	-38,4	-44,3
EBITDA	16,0	0,1	-2,9	-4,9	4,3	8,8
EBITDA-marginal	7%	0,0%	-1%	-2%	2%	3%
Av- och nedskrivningar	-27,5	-290,4	-116,0	-24,7	-19,4	-15,1
EBIT	-11,5	-290,4	-118,9	-29,6	-15,1	-6,3
EBIT-marginal	-5%	-111%	-49%	-14%	-6%	-2%

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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.