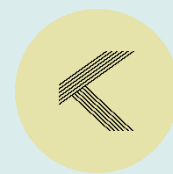


Sektorrapport: E-handel



Konsumenten är tillbaka

2026-01-28

Kalqyl publicerar nu en sektorrapport om svenska e-handelsbolag. I rapporten går vi igenom åtta utvalda bolag med olika inriktningar och affärsmodeller, och sätter deras utveckling i ett gemensamt marknadssammanhang. Vi sammanfattar också våra viktigaste spaningar för sektorn inför 2026, med fokus på tillväxt, lönsamhet och de drivkrafter som formar efterfrågan.

Normalisering efter covid och skifte i sentiment

Under covidåren accelererade skiftet från fysisk handel till digital konsumtion, där marknaden uppvisade snabb kundtillväxt. Efter pandemin normaliserades efterfrågan och branschen gick in i en period av avmattad tillväxt. Från 2022 påverkades sentimentet ytterligare av stigande räntor och hög inflation, vilket slog hårt mot köpkraften. Utvecklingen har drivit narrativet för våra svenska e-handelsbolag från heta till bortglömda. Vi befinner oss nu i ett läge där konsumenten åter börjar bli starkare och flera e-handelsbolag återgått till tillväxt. Trots detta har värderingarna i sektorn i stor utsträckning släpat efter och speglar fortfarande sentimentet från 2022 till 2023.

Efterfrågan förbättras, men konsumenter är fortsatt återhållsamma

Den samlade bilden från svenska e-handelsaktörer pekar mot en marknad som successivt förbättras. Flera aktörer beskriver ökad trafik, fler aktiva kunder och förbättrad nykundsanskaffning. Genomslaget i bolagens omsättning och marginaler är dock mer begränsat, vilket tyder på ökad priskänslighet, minskad ordervolym och färre spontana köp. Detta indikerar att konsumenternas köpbeslut i högre grad drivs av relevans, selektivitet och prismedvetenhet. Konkurrenten om både pris, leverans och kundlojalitet beskrivs som hårdare. Bolagen framhåller 2025 som ett omställnings- och stabiliseringsår, där marknaden framstår som utmanande men stabiliserad med signaler på att vända uppåt efter flera år av omställning. Bolagen ser inte framför sig en återgång till pandemins tillväxttakt, men den samstämmiga bilden är att den långsiktiga trenden är intakt.

Lönsamhet och effektivitet prioriteras framför aggressiv tillväxt

Efter en period av utmanande marknadsförhållanden har bolagens fokus tydligt förflyttats mot kostnadskontroll, effektivisering och minskad kapitalbindning. Bolagen prioriterar kärnverksamheten, sortimentsomställning, lageroptimering, logistikförbättringar och mer selektiva marknadsföringsinsatser framför aggressiv expansion. Majoriteten av bolagen genomför omstruktureringar och har tydligt skiftat fokus till lönsam tillväxt. Omställningen har troligen skyndats på av osäkerhet kring inköpspriser, tullar och handelsregler, vilket ytterligare har drivit på skiftet mot mer hållbara affärsmodeller. Vi noterar att ett tydligare fokus på lönsamhet skapar en intressant utgångsposition i flera bolag inför en fas där efterfrågan successivt väntas stärkas.

Externa faktorer skapar lovande förutsättningar framåt

Den stärkta svenska kronan, i kombination med en svagare dollar och euro, sänker inköpskostnader för bolag med stor importandel och försämrar utsikterna för bolag med hög export. Vidare har globala fraktpriser normaliserats jämfört med 2022 och 2024, vilket gynnar de importerande bolagens bruttomarginaler. Inflationen har även fallit tillbaka, vilket stärker både konsumenternas köpkraft och minskar behovet av fortsatta pris- och kostnadsökningar bland bolagen i sektorn.

Den samlade bilden är en selektiv återhämtning och fokus på kvalitet i tillväxten

Sammantaget verkar marknaden ha lämnat den mest pressade fasen bakom sig, men utvecklingen präglas fortsatt av hög konkurrens och försiktiga konsumenter. Tillväxten beskrivs under 2025 ha utvecklats återhållsamt och utvecklingen drivs i allt större utsträckning av strukturella trender och bolagsspecifika åtgärder snarare än av ett brett konsumtionslyft. Fokus ligger tydligt på att bygga hållbara, lönsamma affärsmodeller inför nästa expansionsfas från 2026 och framåt.

Omnämnda bolag

Meds Apotek

mResell*

Nelly Group

Online Brands Nordic*

Pierce Group

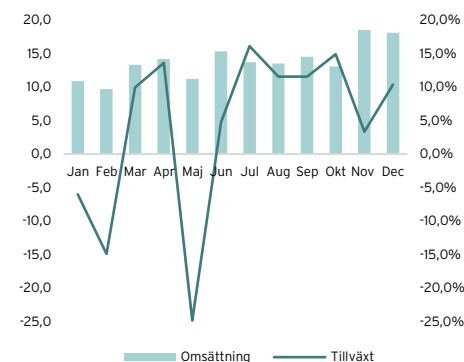
RugVista Group

Sweden BuyersClub

Vuxen Group*

*Kalqyls kundbolag

E-handelsutveckling 2025



Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Emil Brugge

emil.brugge@tradevenue.se

Kalqyl retail-index 1 år



Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	2
Tydligt uppsving i sektorn.....	3
Marknadsöversikt.....	4
Gynnsamma förutsättningar för stark utveckling inom E-handelsbolag.....	4
Indikationer på starkare konsument.....	5
En starkare svensk krona gynnar många E-handelsbolag.....	5
Meds Apotek: Receptet för skalbar tillväxt.....	6
Skalbarhet driver lönsamhetsförbättringar.....	6
Strukturell tillväxt och ökad marknadsandel.....	7
Tillväxt på recept.....	7
Stort utrymme att fortsätta vinna marknadsandelar.....	7
mResell: Närmar sig kritisk massa.....	8
Datadriven och skalbar affärsmodell.....	8
Skalning efter investeringsfas.....	8
Operativ hävstång möjliggör lönsam tillväxt.....	9
Marknaden prisar inte in skalbar lönsamhet.....	9
Nelly Group: Inte särskilt trendkänsligt.....	10
En betydande helomställning.....	10
Ett välbetalt omställningsarbete.....	11
Nelly växer nu mot en fast kostnadsbas.....	11
Online Brands Nordic: Applicerar PE-playbooken.....	12
Skalbar plattform med bevisad lönsamhet.....	12
Från integration till skalning.....	13
Tillväxtresa och kapitalallokering.....	13
Erfaren ledning och styrelse.....	13
Pierce Group: Gasande lönsamhet.....	14
Framgångsrik omställning.....	14
Lönsamheten väntas stärkas framöver.....	15
Expanderar internationellt.....	15
Konsolideringsmöjligheter på en fragmenterad marknad.....	15
RugVista Group: Ingen avmattning i sikte.....	16
Strukturellt gynnsam nisch.....	16
Operativ och kommersiell omställning.....	16
Tillväxt med lägre rabatter och stärkt SEO-arbete.....	17
Har marginalresan bara börjat?.....	17
Sweden BuyersClub: Inflektionspunkt i en skalbar e-handelsplattform.....	18
En skalbar plattform tar form.....	18
Storefronts möjliggör skalbar tillväxt.....	19
Accelererande tillväxt.....	19
Vuxen Group: Höjer ribban för lönsamhet.....	20
Lång historik av lönsam tillväxt.....	20
Strategiskt skifte mot sexuell hälsa.....	20
Expansion i Europa som nästa tillväxtfas.....	21
Värderingen reflekterar inte förbättrad lönsamhet.....	21
Värderingar.....	22
Majoriteten uppvisar tillväxt.....	23
Stora skillnader i lönsamhet i sektorn.....	24
Tydlig operativ hävstång inom e-handeln.....	25
Disclaimer.....	26

Tydligt uppsving i sektorn

Värderingarna bland de svenska e-handelsbolagen är, trots en generellt stark utveckling under 2025, relativt låga. Flera bolag har uppvisat markanta lönsamhetsförbättringar under det senaste året, till stor del genom kostnadsbesparingar följt av volymökningar. E-handelsbolag är ofta välkända för att ha en hög operationell hävstång då en stor del av kostnadsbasen är relativt fast, exempelvis plattform, lager, automation, logistikavtal och centrala funktioner, vilket gör att bruttovinsten kan öka snabbare än kostnaderna när volymerna stiger. Detta fenomen har flera bolag inom sektorn uppvisat under året, vilket givit effekt på såväl vinstutveckling som bolagens värderingsmultiplar.

I linje med analytikerkonsensus, så förväntar även vi oss en omsättnings- och lönsamhetsökning de kommande åren för bolagen inom sektorn. Vi tycker att sektorn framstår som mycket intressant, då det finns flera indikationer på att en stark försäljningsutveckling är att vänta under de kommande åren. Flera e-handelsbolag bygger upp sina varulager inför Q4, ett kvartal som normalt kännetecknas av höga försäljningsvolymerna. Detta innebär att de bakåtblickande värderingsmultiplarna tillfälligt framstår som aningen förhöjda, då kapital binds i lager inför Black Week och julhandel. Samtidigt indikerar tillgänglig e-handelsdata att Q4 ser ut att ha utvecklats starkt för flera vertikaler i sektorn, vilket talar för att god försäljningsutveckling, stark vinst- och kassagenerering samt en successiv normalisering av lagernivåerna är att vänta inför kommande rapportperiod.

I vår peer-tabell har vi inkluderat både analytikerkonsensus och våra egna estimat. För bolag som rapporterar enligt K3 och där vi har egna prognoser har vi använt det lönsamhetsmått vi bedömer som mest relevant och representativt för respektive affärsmodell. Exempelvis värderas Vuxen Group och Sweden BuyersClub baserat på EBITDA-multiplar, medan Online Brands Nordic analyseras utifrån EBITA.

Översikt av E-handelsbolag

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S				EV/EBIT				Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2025	2026	2027	R12	2025	2026	2027	MSEK	R12	5y CAGR	Marginal	5y CAGR	Marginal
Apotea	9 115,9	9 339,3	0,9x	n/a	n/a	n/a	20,4x	n/a	n/a	n/a	7 081,9	n/a	6,6%	n/a	4,6%	n/a
BHG Group	5 921,9	8 107,7	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	neg.	20,5x	16,0x	13,0x	10 429,5	3,1%	7,1%	-3,8%	neg.	-165,9%
Boozt	6 895,5	7 164,5	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	12,4x	16,3x	13,5x	11,2x	8 255,0	13,6%	9,5%	18,0%	6,0%	22,3%
Bubbleroom	83,9	64,3	0,1x	n/a	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	n/a	430,1	n/a	neg.	n/a	neg.	n/a
CDON	724,9	637,7	1,5x	1,6x	1,4x	1,3x	neg.	neg.	neg.	neg.	430,0	-11,6%	neg.	-212,1%	neg.	-264,6%
Desenio	209,3	512,1	0,6x	0,5x	0,5x	n/a	neg.	4,1x	4,0x	n/a	789,1	-4,3%	7,4%	-23,5%	neg.	-201,4%
Haypp Group	4 270,6	4 372,5	1,0x	1,0x	0,8x	0,7x	46,6x	47,3x	16,2x	11,2x	3 712,0	16,5%	5,5%	46,5%	2,2%	50,2%
Lyko	1 944,4	3 090,5	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	20,9x	24,4x	17,4x	12,9x	3 780,3	17,8%	8,3%	20,0%	3,7%	24,8%
Meds Apotek	952,1	863,8	0,8x	n/a	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	n/a	972,0	n/a	1,8%	n/a	neg.	n/a
mResell	110,5	125,6	1,1x	0,9x	0,5x	0,4x	neg.	neg.	15,6x	6,2x	75,6	21,4%	neg.	neg.	neg.	neg.
Nelly Group	3 402,5	3 462,4	2,8x	2,7x	2,4x	2,2x	21,9x	17,4x	13,5x	10,9x	1 211,6	-2,8%	17,2%	69,4%	12,8%	40,0%
Online Brands Nordic	470,4	513,8	1,0x	1,0x	0,8x	0,6x	neg.	20,3x	12,7x	8,7x	433,6	102,1%	2,9%	27,4%	neg.	2,3%
Pierce Group	1 094,1	1 067,1	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	78,2x	34,6x	11,4x	9,1x	1 802,0	3,4%	3,8%	53,9%	0,7%	10,2%
Revolutionrace	6 421,0	6 258,0	3,0x	2,8x	2,5x	2,3x	15,8x	13,2x	11,8x	10,6x	1 967,0	17,0%	19,6%	10,4%	19,1%	10,3%
RugVista	1 405,1	1 357,1	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	17,8x	16,9x	11,9x	10,2x	759,9	6,2%	13,2%	-2,2%	9,9%	-6,2%
Sweden BuyersClub	59,2	64,1	0,6x	0,6x	0,4x	0,4x	neg.	40,0x	14,0x	7,5x	91,4	39,2%	neg.	13,6%	neg.	8,5%
Söder Sportfiske	194,5	159,2	0,6x	n/a	n/a	n/a	18,4x	n/a	n/a	n/a	235,7	7,3%	5,7%	-6,5%	3,2%	-16,4%
Vuxen Group	205,0	182,7	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	21,2x	14,7x	8,7x	6,8x	222,4	9,4%	7,0%	2,3%	3,8%	-7,9%
Snitt	2 177,0	2 391,6	1,1x	1,2x	1,0x	1,0x	27,4x	22,5x	12,8x	9,9x	2 371,1	15,5%	8,3%	1,0%	6,6%	-35,3%
Median	962,0	904,4	0,8x	0,9x	0,8x	0,7x	20,7x	18,9x	13,5x	10,4x	880,6	8,3%	7,1%	12,0%	4,2%	5,4%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Marknadsöversikt

I takt med att e-handelspenetrationen fortsätter att öka drivs sektorn av en tydlig strukturell medvind, där förändrade konsumentbeteenden, ökad digital mognad och förbättrad logistikinfrastruktur samverkar. Sedan 2022 har dock svensk e-handel befunnit sig i en omställningsfas efter de exceptionellt starka covidåren. Under pandemin drevs sektorn av ett strukturellt skifte mot digital konsumtion, där nedstängningar och förändrade köpmönster skapade snabb kundtillväxt och höga tillväxtförväntningar. När samhället öppnade upp normaliserades efterfrågan, samtidigt som branschen gick in i en period av överkapacitet, ökade returgrader och tilltagande konkurrens.

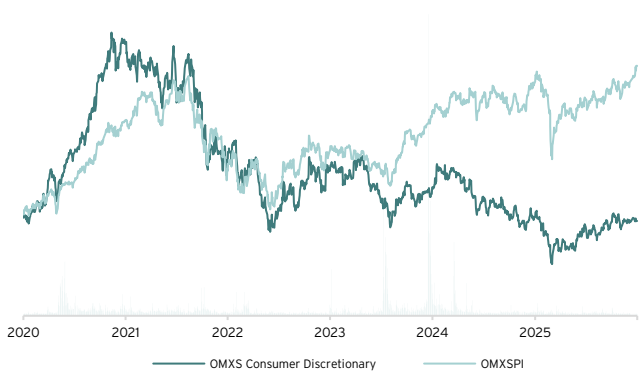
I takt med att inflation och räntor steg under 2022 och 2023 blev konsumenten mer prispokuserad, vilket pressade volymerna i flera kategorier och drev upp kampanjnivåerna. Samtidigt ökade kostnader för frakt och marknadsföring, vilket i kombination med svag lagerdisciplin hos flera aktörer påverkade lönsamheten negativt. Fokus skiftade därmed från tillväxt till kostnadskontroll, kapitalbindning och operationell effektivitet.

Under 2024 och 2025 har utvecklingen inom e-handeln successivt stabiliserats, med mer normaliserade jämförelsetal och tydligare tecken på återhämtning i utvalda segment. Många e-handelsbolag har återgått till tillväxt samtidigt som lönsamhetsarbetet gett effekt, även om värderingarna i stor utsträckning fortsatt speglar försiktigheten från 2022-2023. Utvecklingen under 2025 inleddes i ett fortsatt avvaktande konsumentklimat, där höga kampanjnivåer och svaga jämförelsetal pressade tillväxten under första halvåret.

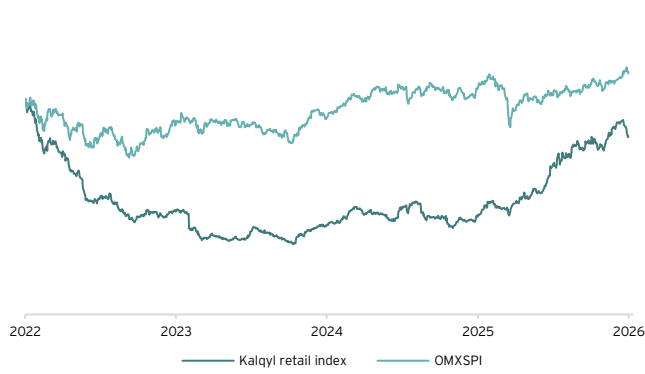
I takt med att inflationstrycket lättat och räntesänkningar successivt börjat få genomslag har köpkraften förbättrats, vilket sannolikt bidragit till den tydligare tillväxtacceleration som noterats under andra halvåret. Den starkare utvecklingen kan även förklaras av bättre lagerbalans, mer träffsäker marknadsföring och en gradvis återgång till mer normala köpmönster. Med ett stärkt momentum in i 2026 och ökande optimism kring konsumentens återkomst skapas mer gynnsamma förutsättningar för e-handels- och konsumentbolagen framåt.

Den ökade konkurrensen från lågprisaktörer som Temu och Shein är en faktor som blir allt viktigare att beakta inom e-handeln. Dessa aktörer pressar priserna kraftigt genom storskalig produktion, effektiv logistik och direktförsäljning till konsument, vilket kan påverka både marginaler och kundernas prisförväntningar hos etablerade e-handelsbolag. På sikt riskerar detta att förändra konkurrenslandskapet och ställa högre krav på differentiering, varumärkesstyrka och kundvärde.

Breda konsumentindex har halkat efter



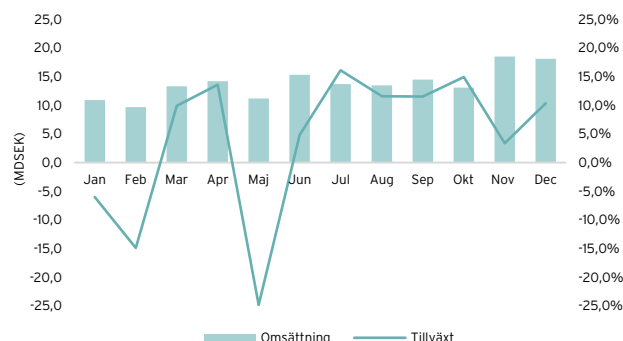
Tydlig återhämtning för e-handelsbolagen under 2025



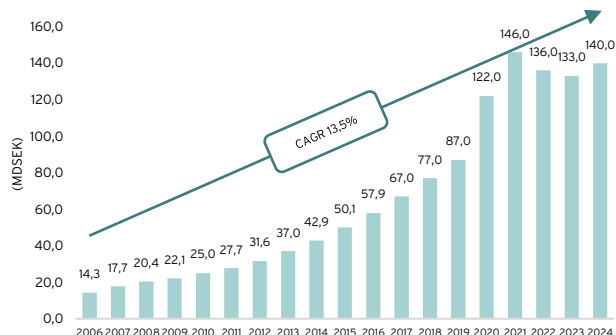
Gynnsamma förutsättningar för stark utveckling inom E-handelsbolag

Inför 2026 pekar Svensk Handels e-handelsindikator på ett tydligt trendskifte. Efter en svag inledning av 2025 har e-handeln visat stark tillväxt sedan sommaren. Hemelektronik har utmärkt sig särskilt, samtidigt som skönhets, hälso- och apoteksprodukter haft ett starkt avslut på året. Svensk Handel bedömer att 2026 blir ett återhämtningsår för e-handeln, understött av ökad konsumentaktivitet online, men betonar samtidigt att osäker omvärld och tilltagande konkurrens från lågprisaktörer som Temu och Shein fortsatt utgör riskfaktorer att beakta.

E-handel omsättning och tillväxttakt under 2025



Stark historisk tillväxt inom E-handel

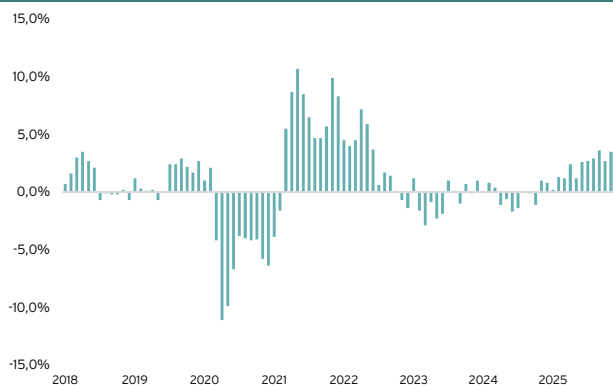


Indikationer på starkare konsument

Vidare indikerar underliggande data för svensk hushållskonsumtion att 2025 utgjorde ett trendskifte jämfört med de mer avvaktande åren 2023 och 2024. Konsumtionsmönstren visar på en gradvis normalisering, där förbättrad köpkraft och minskat inflationstryck bidrar till ett ökat konsumtionsutrymme. Utvecklingen ligger i linje med Svensk Handels bedömning om att 2026 kan bli ett tydligt återhämtningsår för e-handeln, efter två år präglade av försiktighet.

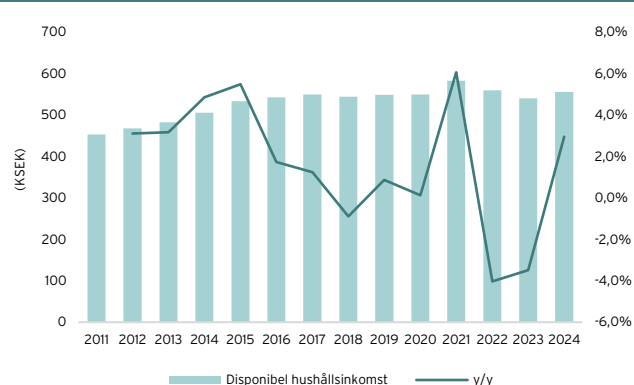
Data över de svenska hushållens disponibla nettoinkomst visar samtidigt att konsumentens ekonomiska situation började återhämta sig under 2024, med mer pengar kvar i plånboken efter nödvändiga utgifter. Det starka e-handelsåret 2021 utgjorde en topp i den disponibla inkomsten, följt av en nedgång när inflation och räntor steg kraftigt. Även om officiell helårsdata för 2025 ännu inte har publicerats, pekar tillgängliga kvartalsdata på en fortsatt positiv utveckling, vilket skapar bättre förutsättningar för konsumtionsdriven tillväxt framöver.

Sveriges hushållskonsumtion y/y



Källa: Tradingeconomics

Sveriges disponibla hushållsinkomst (snitt)



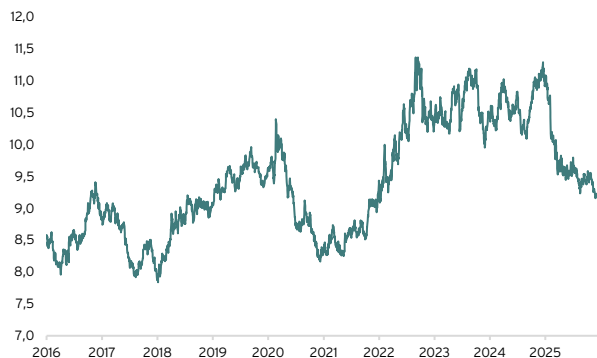
Källa: SCB

En starkare svensk krona gynnar många E-handelsbolag

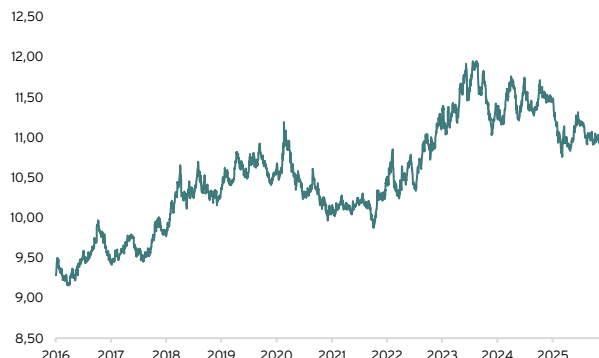
Under 2025 har den svenska kronan stärkts, vilket innebär att både USD/SEK och EUR/SEK har rört sig nedåt jämfört med nivåerna vid årets början. För e-handelsbolag är det i grunden en positiv medvind, då många bolag köper in varor, komponenter och frakt i utländska valutor men säljer i svenska kronor. När valutan går deras väg blir inköpen billigare räknat i SEK, och det märks ofta direkt i bruttomarginalen.

I praktiken ger en starkare svensk krona e-handlarna lite mer spelrum. Antingen kan bolagen behålla priserna mot kund vilket, allt annat lika, stärker bolagets marginaler. Bolagen kan även välja att sänka sina priser och bli mer konkurrenskraftiga i marknader där konsumenten fortfarande är väldigt prispokuserad. Effekten brukar, i närtid, bli störst i kategorier med hög importandel och snabb lageromsättning, där valutaförändringar slår igenom snabbare än i bolag med längre inköpscykler.

USD/SEK



EUR/SEK

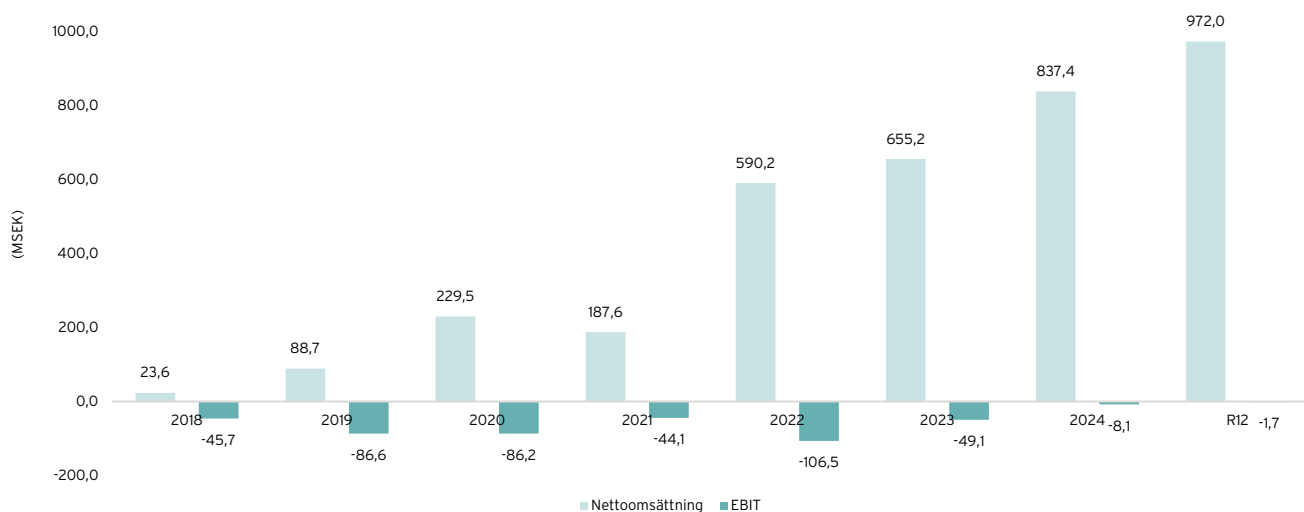


Meds Apotek: Receptet för skalbar tillväxt

Meds Apotek är ett svenskt e-handelsbolag inom apotek och hälsa med fokus på receptfria läkemedel, egenvård och skönhetsprodukter. Bolaget grundades 2018 och har på kort tid etablerat sig som en av de ledande renodlade onlineapotekörerna i Sverige. Omsättningen har vuxit kraftigt sedan start och uppgår idag till 972,0 MSEK, bland annat drivet av en strukturell förflyttning mot onlinehandel inom apoteksmarknaden, en trend som accelererade under pandemin och fortsatt därefter. Meds har visat en exceptionell tillväxtresa, med en genomsnittlig CAGR på 39 % de senaste åren, vilket överstiger marknadens tillväxt. Under Q3 2025 uppvisade bolaget en försäljningstillväxt på 22 %, vilket även överträffar marknadens tillväxt på cirka 17 %. Under perioden 2020 till 2024 har bolagets marknadsandel på den svenska online-apoteksmarknaden fördubblats från 3 % till 6 %,

Den strukturella övergången mot digital handel inom apotekssektorn förväntas fortsätta driva betydande tillväxt framöver. Onlinepenetrationsgraden ligger idag kring cirka 23 %, jämfört mot böcker med cirka 60 %. E-handel med apoteksprodukter växte med nästan 20 % under 2024, en betydligt högre tillväxt än e-handel generellt. Den starka onlinepenetrationen drivs av apoteksvarornas höga återköpsfrekvens, en ökad vana att beställa hem förbrukningsprodukter samt en kundupplevelse där snabb leverans och prisjämförelser blir allt viktigare. Samtidigt är returgraden i princip obefintlig i kategorin, vilket skiljer den från exempelvis mode och minskar både logistikkomplexitet och marginalpress. Det innebär att en större del av volymtillväxten kan omsättas i förbättrad lönsamhet, alternativt ökade tillväxstsatsningar för att vinna marknadsandelar.

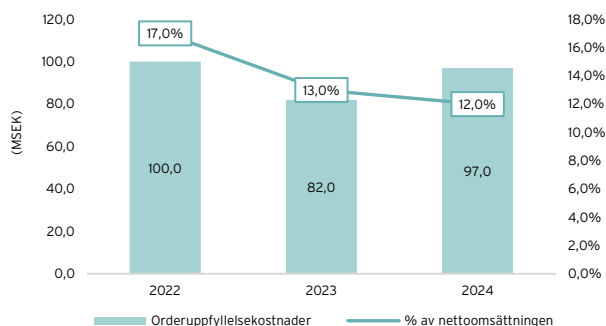
Nettoomsättning och EBIT, 2011-R12



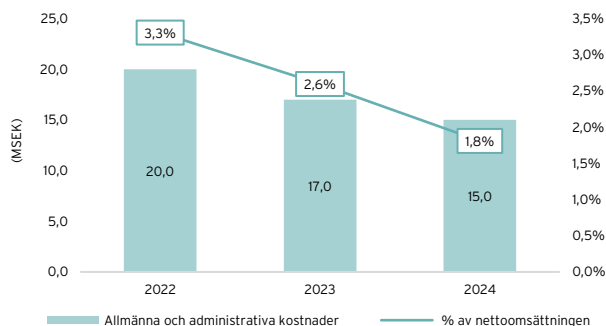
Skalbarhet driver lönsamhetsförbättringar

Meds affärsmodell uppvisar tydlig operativ hävstång, där omkring 50 % av bruttovinsttillväxten historiskt har konverterats till EBIT. Den nuvarande, halvautomatiserade logistikinfrastrukturen är dimensionerad för att hantera cirka 50 % högre volymer utan större investeringar, samtidigt som den fasta kostnadsbasen i stort sett varit oförändrad sedan 2022 trots ökade volymer. Detta innebär att bolaget i hög grad kan växa inom befintlig struktur. I takt med att omsättningen ökar faller en större andel av tillväxten direkt ned till resultatet, vilket skapar förutsättningar för successiv marginalexpansion mot bolagets långsiktiga mål om 3-5 % EBIT-marginal.

Skalbarheten synliggörs



Fasta kostnader sjunker

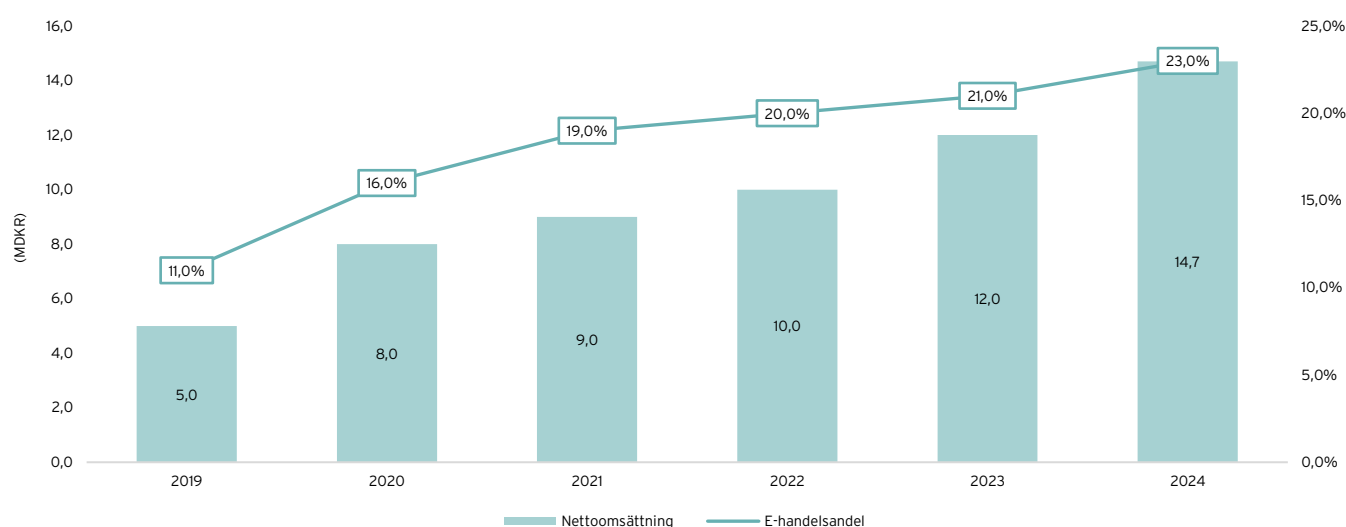


Strukturell tillväxt och ökad marknadsandel

Den svenska apoteksmarknaden genomgår en långsiktig digitalisering, där onlinepenetrationen fortfarande är relativt låg. I dag sker cirka 23 % av apoteksförsäljningen online, jämfört med omkring 60 % för exempelvis böcker, vilket indikerar fortsatt betydande strukturell tillväxt. Under 2024 växte e-handeln med apoteksprodukter med närmare 20 %, klart över e-handel generellt.

Meds har vuxit snabbare än marknaden med en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om cirka 39 % de senaste åren. Under Q3 2025 uppgick försäljningstillväxten till 22 %, jämfört med marknadens 17 %. Bolagets marknadsandel inom svensk online-apotekshandel har därmed fördubblats från cirka 3 % till 6 % mellan 2020 och 2024, vilket bekräftar Meds förmåga att ta andelar i en växande marknad.

Nätopotekens marknadsutveckling 2017-2024



Tillväxt på recept

Receptbelagda läkemedel (Rx) utgör ett viktigt tillväxtben för Meds framgent och uppvisade en tillväxt på 52 % under Q3'25. Segmentet är särskilt intressant då online-penetrationen för Rx historiskt varit låg, men tillväxten har accelererat och uppgår idag till 16 %. Eftersom Sverige är ledande i Europa för onlineförsäljning av receptbelagda läkemedel, är Meds väl positionerat för att dra nytta av den pågående övergången till e-handel inom detta lönsamma segment, vilket förväntas driva fortsatt tillväxt och stärka bolagets marknadsposition.

Stort utrymme att fortsätta vinna marknadsandelar

Den noterade konkurrenten Apotea är en naturlig jämförelse, då affärsmodellerna är mer eller mindre identiska. Apotea grundades 2012 och omsätter i dag över 7 MDSEK med en marknadsandel om cirka 44 %, motsvarande närmare tio gånger Meds omsättning. Samtidigt har Apoteas tillväxt under senare år legat under både marknadens och Meds, vilket visar på att Meds tar marknadsandelar.

Meds jämfört med Apotea

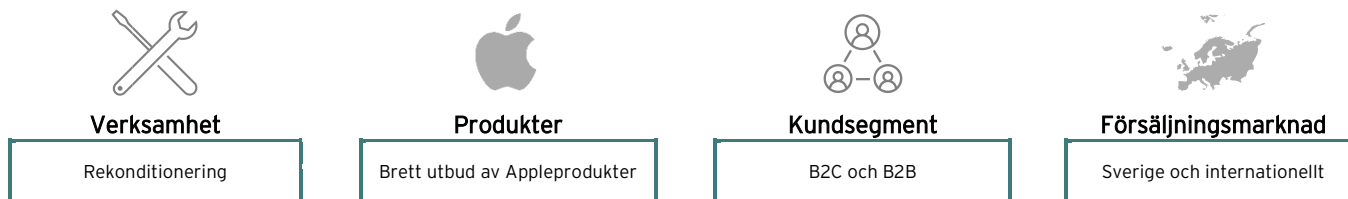
	Tillväxttakt					Bruttomarginal					EBIT-marginal				
	2021	2022	2023	2024	R12	2021	2022	2023	2024	R12	2021	2022	2023	2024	R12
MEDS	105,2%	215,5%	8,4%	26,6%	23,6%	21,0%	25,4%	29,3%	29,0%	29,1%	-22,8%	-17,6%	-7,5%	-1,0%	0,4%
Apotease	11,0%	6,6%	11,6%	20,0%	11,2%	26,8%	26,7%	27,1%	27,7%	27,7%	2,9%	1,0%	2,1%	4,1%	4,6%

Meds har högre bruttomarginal jämfört med Apotea, vilket speglar Apoteas tydliga positionering mot attraktiva konsumentpriser. De höga volymerna ger sannolikt en stark förhandlingsposition mot leverantörer, och i kombination med lägre bruttomarginal talar det för att Apoteas strategi är att konsekvent driva marknaden via pris och skala. Meds har cirka 1,4 procentenheter högre bruttomarginal och därmed ett större prissättningsutrymme. I teorin kan bolaget använda detta för att prissätta mer aggressivt och vinna volym, vilket kan vara värdeskapande i en marknad där stordriftsfördelar spelar stor roll.

Historiskt har marknaden präglats av förlustdrivna expansionsstrategier, där även Meds tidigare prioriterat tillväxt framför lönsamhet. I takt med att bolaget nu skalar verksamheten på en i huvudsak etablerad kostnadsbas framstår Meds dock som allt bättre positionerat att kombinera fortsatt hög tillväxt med successivt förbättrad lönsamhet. Bolagets finansiella mål är att tredubbla nettoomsättningen organiskt inom fem till sex år samt att uppnå en EBIT-marginal om 3-5 % på kort till medellång sikt. Vid måluppfyllelse motsvarar detta en omsättning om cirka 3 miljarder SEK och EBIT i intervallet 90-150 MSEK, vilket implicerar en EV/ EBIT-multipel om cirka 5,7x till 9,6x på fem till sex års sikt.

mResell: Närmar sig kritisk massa

mResell är ett svenskt re-commercebolag med fokus på rekonditionerade Apple-produkter för både privatpersoner och företag, med försäljning via egen plattform och globala marknadsplatser. Bolaget verkar i ett strukturellt växande segment, drivet av ökad efterfrågan på hållbara och kostnadseffektiva IT-lösningar, och har under de senaste åren uppvisat stark tillväxt. Efter en utmanande period under 2024, präglad av omställning och begränsat rörelsekapital, har mResell stärkt sin finansiella position och återgått till hög tillväxt under 2025. Utvecklingen stöds av en egenutvecklad AI-baserad plattform som möjliggör skalbarhet, förbättrad bruttomarginal och högre operationell effektivitet, vilket skapar förutsättningar för successiv lönsamhetsförbättring i takt med ökande volymer.



mResell är verksam i omkring tio länder, med Sverige som den största och mest etablerade marknaden, och har levererat rekonditionerade produkter till över 300 000 kunder internationellt. Försäljningen sker via en kombination av egna digitala kanaler och externa marknadsplatser, vilket ger bred räckvidd och flexibilitet samtidigt som volymer kan skalas utan betydande fasta kostnader. I en i övrigt fragmenterad re-commerce-marknad har mResell byggt ett tydligt kundförtroende genom standardiserade processer för rekonditionering, gradering och garanti, vilket bidrar till högre konvertering, lägre returgrad och bättre prissättningsförmåga.

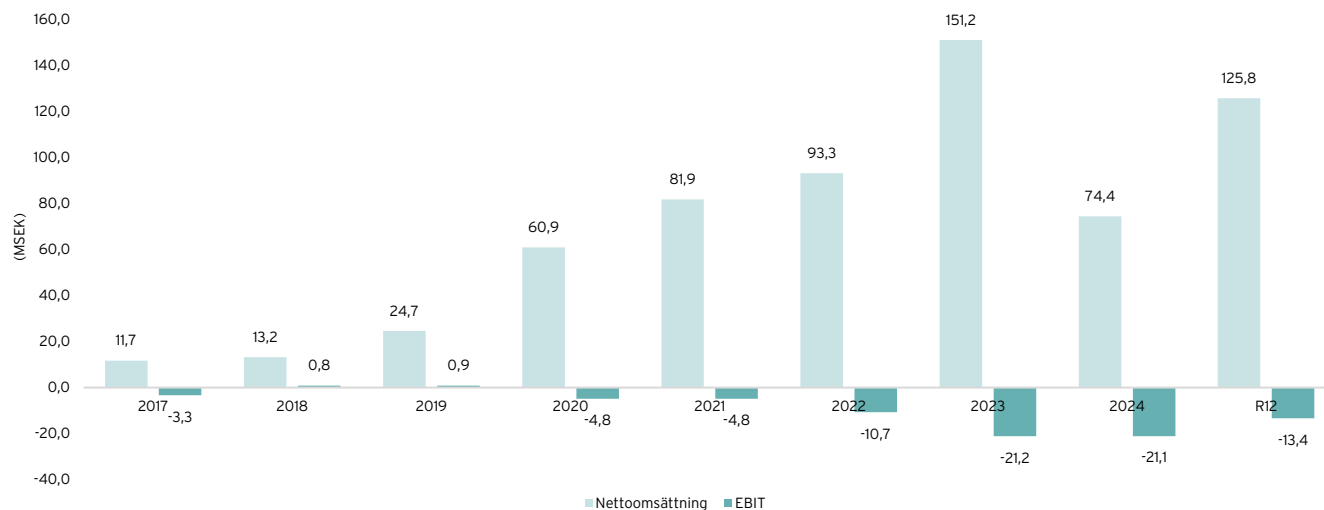
Datadriven och skalbar affärsmodell

Affärsmodellen är volym och datadriven och bygger på ett sammanhållet flöde där mResell kontrollerar hela processen från sourcing av begagnade enheter till rekonditionering, prissättning och försäljning via flera kanaler. Den egenutvecklade AI-baserade plattformen optimerar inköp, lageromsättning och kanalval i realtid, vilket möjliggör snabb anpassning till förändrade marknadsförutsättningar och en successivt förbättrad marginalprofil. Ett ökat fokus på direktinköp samt en växande andel B2B försäljning stärker tillgången till produkter, minskar beroendet av externa marknadsplatser och bedöms därmed bidra till högre långsiktig lönsamhet.

Skalning efter investeringsfas

Efter flera år av investeringar i teknik, organisation och processer har mResell etablerat en mer skalbar verksamhet med höga inkrementella marginaler, där ökade volymer i hög grad bedöms falla igenom till resultatet. Bolaget prioriterar fortsatt tillväxt och selektiva investeringar framför kortsiktig vinstmaximering, med målsättningen att nå kritisk massa och realisera skal fördelar. Efter en utmanande marknadsmiljö under 2024 genomfördes ett kapitaltillskott om 24,6 MSEK under 2025, vilket stärkte balansräkningen och möjliggjorde en ökad andel direktinköp. Detta bedöms utgöra en central drivkraft för både accelererad tillväxt och förbättrad marginalutveckling framåt.

Nettoomsättning och EBIT, 2017-2025

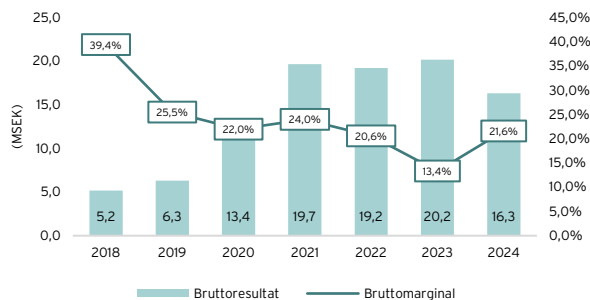


Operativ hävstång möjliggör lönsam tillväxt

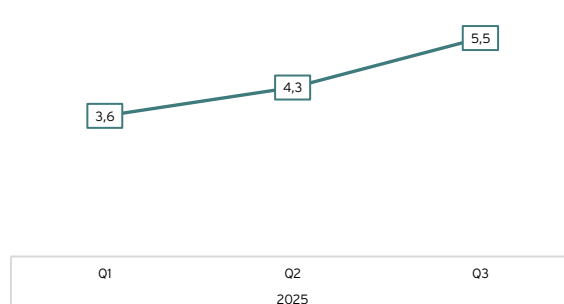
mResells affärsmodell uppvisar tydlig operationell hävstång i takt med ökande volymer. Bruttomarginalen har under 2024 och 2025 stärkts efter ett svagt 2023, drivet av högre volymer och en högre andel direktinköp, bättre inköpsvillkor vid större volymer samt förbättrad lageromsättning. Samtidigt har bolaget visat att organisationen och plattformen kan hantera betydligt högre försäljningsvolymer utan proportionellt ökade kostnader, vilket innebär att inkrementella marginaler är väsentligt högre än historiska snitt.

Baserat på våra estimat väntas omsättningen öka från cirka 161 MSEK 2025E till 280 MSEK 2026E och 390 MSEK 2027E, samtidigt som bruttomarginalen bedöms stärkas till 24-26 %. I kombination med en till stor del fast kostnadsbas bedöms detta möjliggöra en övergång till positiv EBIT under 2026 och en EBIT-marginal om cirka 6 % under 2027E. Sammantaget innebär detta att tillväxt i hög grad bör falla igenom till resultatet när bolaget når kritisk massa.

Bruttomarginalsutveckling, 2018-2024



Hög lageromsättningshastighet



Marknaden prisar inte in skalbar lönsamhet

mResell värderas i dagsläget till låga multiplar givet bolagets tillväxtprofil och tydligt förbättrade marginalstruktur. Trots en kraftig omsättningsökning under 2025 och en successivt stärkt bruttomarginal handlas aktien till nivåer som inte fullt ut reflekterar affärsmodellens operationella hävstång eller potentialen i den AI-drivna plattformen. Vi bedömer att marknaden fortsatt fokuserar på bolagets historiskt pressade lönsamhet, snarare än på den strukturella förbättring som följer av ökad andel direktinköp, högre volymer och potentialen för bolaget att skala på de fasta kostnaderna.

Baserat på våra estimat uppgår omsättningen till cirka 280 MSEK 2026E och 390 MSEK 2027E, med en EBIT-marginal som bedöms uppgå till omkring 3% 2026E och 6 % 2027E i takt med att skal fördelar realiserar. Vi har i vår värdering tillämpat en multipel om 13x EBIT för 2027E, vilket vi bedömer som rimligt givet bolagets estimerade tillväxt, förbättrade marginalprofil och exponering mot den strukturellt växande re-commerce-marknaden, men samtidigt konservativt relativt internationella peers. Detta ger ett motiverat värde om cirka 5,9 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om omkring 150 % jämfört med nuvarande aktiekurs. Sammantaget bedömer vi att risk-avkastningsprofilen är attraktiv, där nedsidan begränsas av förbättrad balansräkning och stark efterfrågan, medan uppsidan drivs av fortsatt volymtillväxt och EBIT-expansion.

Bolaget har finansiella mål att uppnå en nettoomsättning om 3-5 år med en EBIT-marginal överstigande 10 %, och skulle bolaget uppnå dessa ambitiösa tillväxtmål innebär det en betydande uppsida.

Estimat

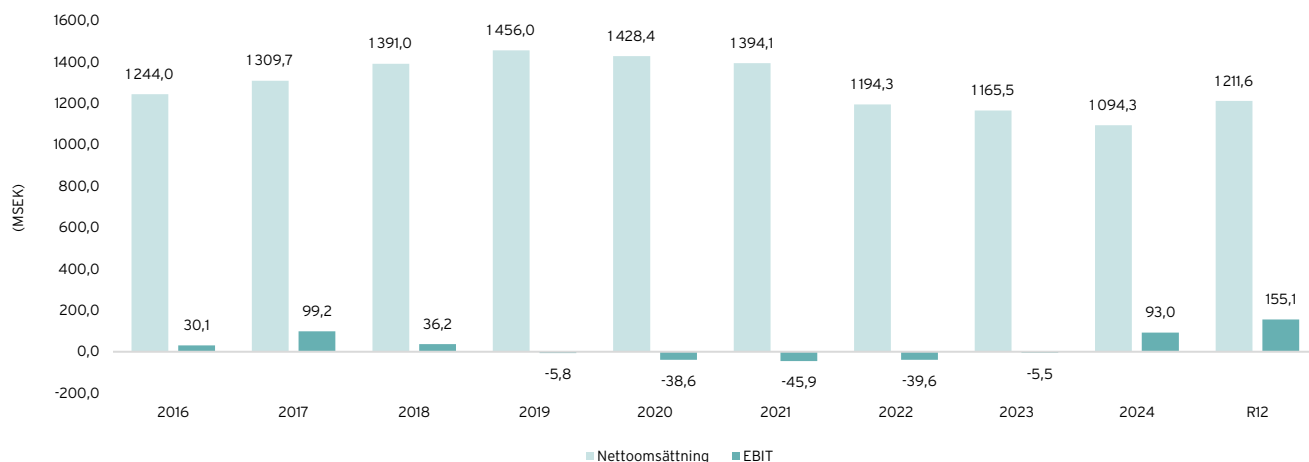
(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	93,3	151,2	75,6	160,7	280,2	390,0
% y-o-y	13,9%	62,0%	-50,0%	112,6%	74,4%	39,2%
Summa intäkter	94,3	152,3	79,0	165,6	285,2	393,4
EV/S	1,5	0,9	1,8	0,9	0,5	0,4
Bruttoresultat	19,2	20,2	16,3	33,2	67,2	99,5
Bruttomarginal	20,6%	13,4%	21,6%	20,6%	24,0%	25,5%
% y-o-y	-2,4%	5,0%	-19,1%	103,1%	102,7%	47,9%
Rörelsekostnader	-30,9	-42,5	-43,1	-48,1	-63,3	-80,3
% y-o-y	24,8%	37,5%	1,3%	11,7%	31,5%	26,9%
EBIT	-10,7	-21,3	-23,3	-10,1	8,9	22,6
EBIT-marginal	-11,5%	-14,1%	-30,9%	-6,3%	3,2%	5,8%
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	152,2%
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	15,6	6,2

Nelly Group: Inte särskilt trendkänsligt

Nelly Group är ett svenskt e-handelsbolag inom mode med fokus på försäljning av kläder, skor och accessoarer till unga kvinnor. Bolaget verkar primärt under det egna varumärket Nelly men säljer även externa varumärken, där de egna varumärkena successivt har fått ökad betydelse i erbjudandet under de senaste åren.

Affärsmodellen utgörs till största del av e-handel, med försäljning främst på den nordiska marknaden. Nelly ansvarar för hela värdekedjan från inköp och marknadsföring till logistik och kundrelationer, vilket möjliggör snabb anpassning till trender. Bolagets erbjudande riktar sig mot ett mode- och trendkänsligt kundsegment, vilket medför hög konkurrens och volatil efterfrågan. Intäktsmodellen bygger på produktförsäljning, där bruttomarginalen påverkas av produktmix, returgrad, rabattdriven försäljning och inköpskostnader. Nelly har under senare år genomfört flera operativa åtgärder för att stärka lönsamheten, bland annat genom en ökad EMV-andel, minska antalet unika produktvarianter (SKUs) och en striktare kostnadskontroll.

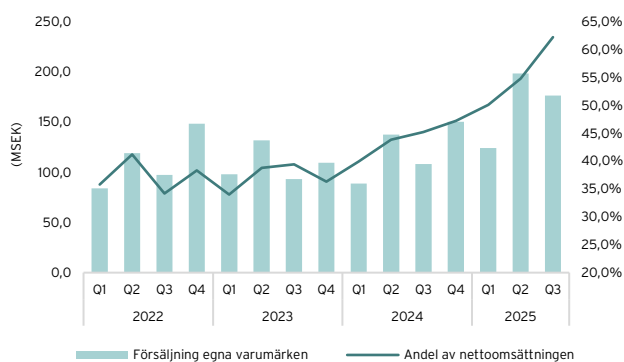
Nettoomsättning och EBIT, 2016-R12



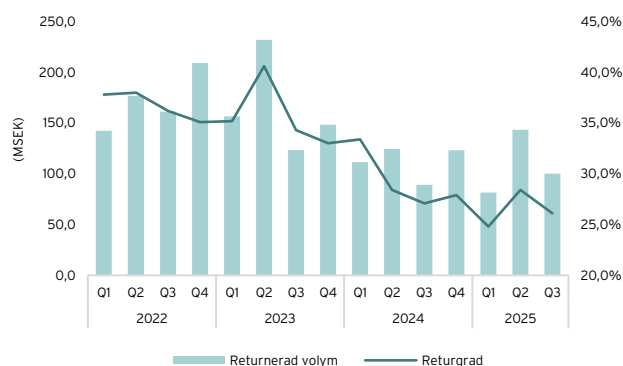
En betydande helomställning

Under de senaste tre åren har en betydande omställning skett i Nellys organisation. Omställningen har omfattat alla delar i organisationen där allt från designers till kundtjänst har en tydlig roll i omställningsarbetet. En central del i omställningen har varit ett större fokus på bolagets sortiment och egna varumärken (EMV), vilket har gjort att Nelly enklare kan styra över värdekedjan. Genom ett tydligare fokus på design, material, produktbeskrivningar och tillämpa detta på ett färre antal SKUs, har bolaget fått markant bättre kontroll över sitt produkterbjudande. Ett färre antal SKUs innebär även enklare marknadsföringsinsatser och ett striktare fokus på varje enskild SKU, vilket bär med sig en rad fördelar. Exempelvis har det ökade fokuset på EMV och färre SKUs inneburit en minskad returgrad, vilket bland annat gynnar kundnöjdheten och lönsamheten i bolaget.

Större fokus på det egna varumärket...



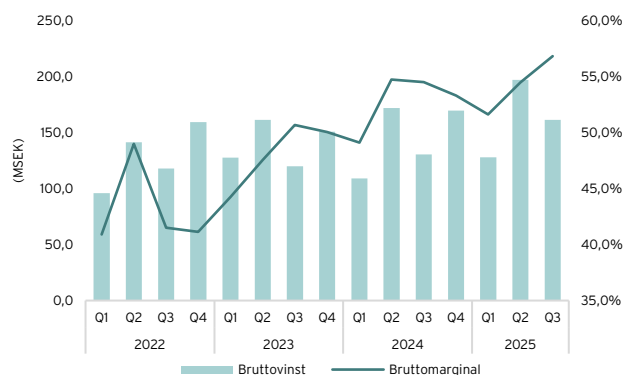
...har hjälpt till att minska returgraden



Ett välbetalt omställningsarbete

Nellys omfattande omställning har hittills varit lyckosam, då lönsamheten i bolaget ökat markant. Det ökade fokuset på EMV och en lägre kampanjdriven försäljning har fått bruttomarginalen att öka från 44 % under 2022, till överstigande 55 % under de senaste kvartalen. Omfattande kostnadsbesparingsprogram, kostnadsdisciplin, ökad kontroll på produktutbudet och omsättningstillväxt har gjort så att Nellys EBIT-marginal klättrat från negativ under 2022 till cirka 15 % under 2025.

Betydande lönsamhetsförbättringar...



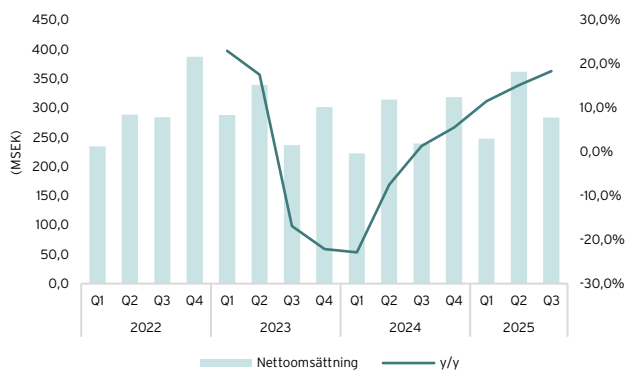
...och numera bäst lönsamhet i branschen



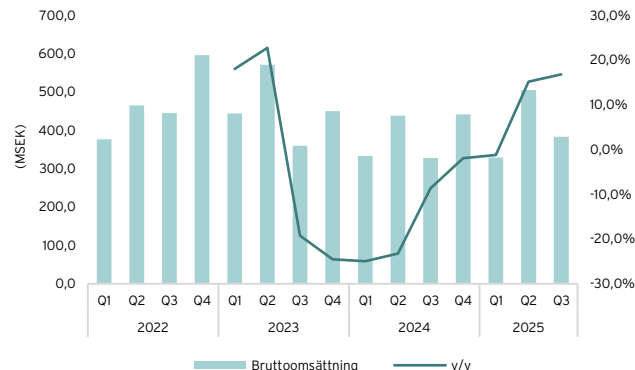
Nelly växer nu mot en fast kostnadsbas

En central del av Nellys omställningsresa har varit att prioritera bort rabattdriven försäljning till fullpridförsäljning. En naturlig effekt från detta skifte har således inneburit att nettoomsättningen minskat, en effekt som var särskilt tydlig under 2023. Under 2024 fortsatte denna trend, men kompenseras till stor del upp av en minskad returgrad. Den minskade returgraden renderade under året i nettoomsättningstillväxt, trots negativ bruttoomsättningstillväxt. Under 2025 har Nelly återgått till positiv bruttoomsättningstillväxt vilket tillsammans med en förbättrad returgrad har drivit en stark tillväxt. Det strikta fokuset på sortimentet och mer träffsäker marknadsföring har varit starka drivare i utvecklingen, och tillsammans med diverse expansionsplaner finns goda möjligheter för fortsatt tillväxt kommande år. Exempelvis har Nelly under 2025 öppnat en butik i Köpenhamn, och siktar framöver på att etablera sig i Tyskland.

Tillväxtplanerna är nu verklighet...



...även justerat för returer



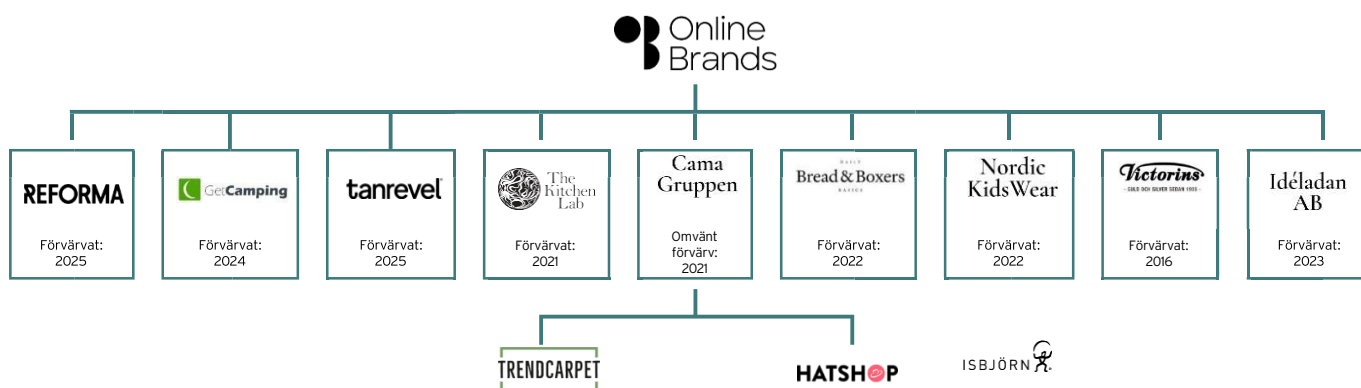
Vi estimerar att Nelly kommer fortsätta växa under 2026 och 2027, drivet av bolagets olika tillväxtinitiativ. Den operativa hävstången och ökade andelen EMV utgör starka förutsättningar till en stark lönsamhetsutveckling för både 2026 och 2027.

Nelly Group	2024	2025E	2026E	2027E	Värdering	
Nettoomsättning	1 094,3	1 277,4	1 427,4	1 573,8	Multipel	15x
% y-o-y	-6,1%	16,7%	11,7%	10,3%	Motiverat värde 2027E	155 SEK
EBIT	93,0	194,5	250,5	310,7	Aktiekurs	122 SEK
EBIT-marginal	8,5%	15,2%	17,5%	19,7%	Uppsida	44%
EV/S	1,1	2,7	2,4	2,2		
EV/EBIT	13,9	17,4	13,5	10,9		

Online Brands Nordic: Applicerar PE-playbooken

Online Brands Nordic är en svensk e-handelskoncern som förvärvat, äger och utvecklar lönsamma och varumärkesstarka e-handelsbolag inom attraktiva nischsegment. Bolaget bildades 2021 och är noterat på Nasdaq First North Growth Market. Koncernen fokuserar på att bygga långsiktigt värde genom aktivt ägande, operativ utveckling och skalning av digitala konsumentvarumärken med internationell potential, främst inom heminredning, mode, outdoor och beauty tech.

Koncernen befinner sig i ett tydligt skifte från integrationsfas till skalningsfas. När integrationsarbetet slutförs under 2025 minskar tillfälliga kostnader samtidigt som koncernens gemensamma plattform skapar operativ hävstång. Detta väntas synliggöra den underliggande intjäningsförmågan från och med 2026.



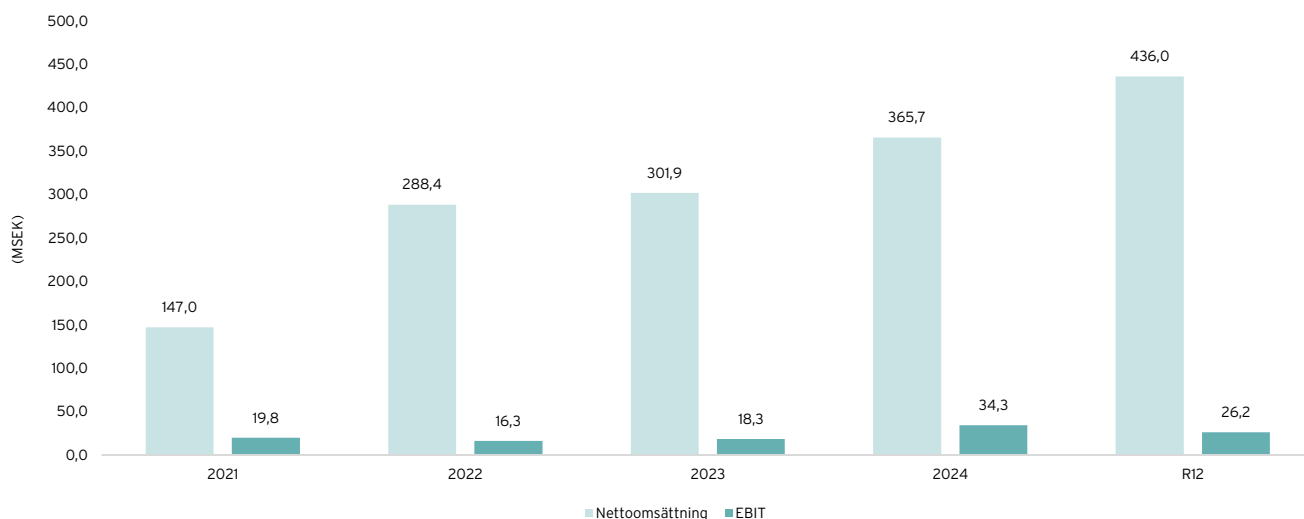
Källa: Online Brands, Kalqyl analys

Skalbar plattform med bevisad lönsamhet

Online Brands affärsmodell bygger på e-handelsintäkter med fokus på organisk tillväxt, kompletterad av värdeskapande förvärv inom attraktiva nischsegment. Genom centraliserade funktioner inom digital marknadsföring, SEO, logistik och teknik kan koncernen sänka kundanskaffningskostnader, förbättra lageromsättningen och öka andelen direktförsäljning via egna kanaler, vilket driver successiv marginalexpansion.

Koncernen har på kort tid byggt upp en verksamhet med cirka 460 MSEK i proformaomsättning och en justerad EBITA om drygt 26 MSEK. Sedan den nuvarande strukturen etablerades 2021 har nettoomsättningen vuxit med en CAGR om cirka 35 %, drivet av en kombination av förvärv och organisk tillväxt. Den underliggande portföljen uppvisar en lång historik av lönsamhet, där dotterbolagen exklusive Tanrevel redovisat positivt EBIT varje år sedan 2013, motsvarande cirka 40 MSEK i EBIT under 2024 och omkring 60 MSEK i EBITA justerat för goodwillavskrivningar. Detta indikerar att koncernens långsiktiga intjäningsförmåga är väsentligt högre än det nuvarande rapporterade resultatet.

Nettoomsättning och EBIT, 2021-R12



Från integration till skalning

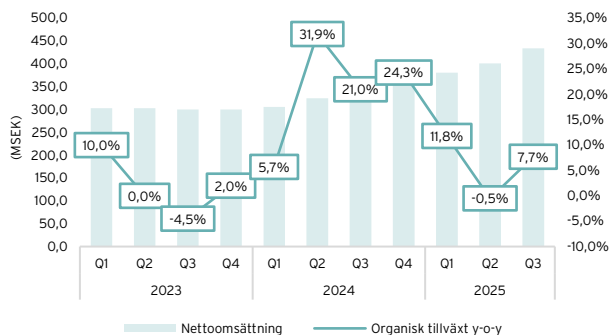
Pågående integrationer, främst av Reforma och Tanrevel, belastar resultatet kortsiktigt genom parallella system och temporära kostnader, men väntas bidra fullt ut när gemensamma funktioner är implementerade. Tanrevel bedöms nå EBITDA-neutralitet under 2025 före synergier, vilket indikerar en successiv normalisering av resultatet redan mot slutet av året.

De mogna bolagen, däribland Trendcarpet, Kitchen Lab, Bread & Boxers och Isbjörn of Sweden, utgör en stabil och kassagenererande bas som absorberar integrationskostnader och begränsar nedsidan i caset. Trendcarpet, som står för mer än hälften av koncernens omsättning, fungerar samtidigt som ett tydligt referenscase för Online Brands förmåga att skala nischade e-handelsvarumärken internationellt. När integrationsarbetet slutförs minskar behovet av parallella system och temporära dubbelkostnader, samtidigt som tillväxten fortsatt drivs via den gemensamma plattform- och marknadsföringsstrukturen. Detta innebär att en större andel av framtida intäkstillväxt kan falla igenom till resultatet, vilket skapar förutsättningar för en kraftig EBITA-expansion och en potentiell fördubbling av EBITA till 2027 när fokus flyttas från integration till skalning.

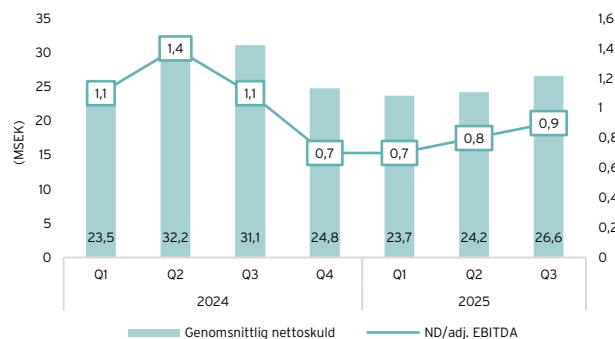
Tillväxtresa och kapitalallokering

Online Brands tillväxtagenda vilar på två kompletterande pelare: fortsatt organisk tillväxt i den befintliga varumärkesportföljen samt selektiva, värdeskapande förvärv. Den organiska tillväxten drivs främst av ökad andel direktförsäljning via egna kanaler, fortsatt fokus på SEO och performance marketing samt successiv internationalisering av etablerade varumärken. Den gemensamma plattformstrukturen möjliggör att dessa initiativ kan genomföras parallellt över flera bolag utan proportionellt ökade kostnader, vilket stärker den operationella hävstången i tillväxten. Under Q3'25 accelererade organiska tillväxten och uppgick till 6,2%, jämfört med -0,5% i Q2'25.

Organisk tillväxt y-o-y



Genomsnittlig nettoskuldsättning 2024-2025



I takt med att integrationsarbetet slutförs och kassaflödesgenereringen förbättras bedöms Online Brands få ökad finansiell handlingsfrihet. Bolaget har kommunicerat en tydlig ambition att finansiera framtida förvärv i huvudsak via operativt kassaflöde och skuldfinansiering, snarare än nyemissioner, vilket indikerar en hög grad av kapitaldisciplin. Förvärvsstrategin fokuserar på lönsamma, nischade e-handelsbolag som kan integreras i den befintliga plattformen till attraktiva multiplar och där synergier snabbt kan realiseras.

Erfaren ledning och styrelse

Ledning och positionerar koncernen som en private-equity-liknande plattform i noterad miljö. Styrelseordförande David Rönnberg har tidigare byggt och skalat e-handelsplattformar tillsammans med EQT och genomfört en framgångsrik exit i en liknande struktur som tydligt speglar Online Brands nuvarande modell. Genom förvärvet av Tanrevel har Carlbo, grundat och ägt av EQT's grundare Conni Jonsson, klivit in som betydande ägare och styrelserepresentant, vilket tillför djup erfarenhet av att konsolidera fragmenterade marknader, driva operativ värdeskapande och skala plattformar över tid. Tillsammans med en operativ ledning med bevisad förmåga att bygga lönsam, SEO-driven e-handel appliceras en tydlig PE-playbook: förvärva nischade bolag till attraktiva multiplar, integrera dem i en gemensam plattform och realisera synergier som driver både tillväxt och marginalexpansion. Kombinationen av PE- och e-handelskompetens och insiderägande uppgående till 74% skapar ett ovanligt attraktivt setup för långsiktigt värdeskapande.

Online Brands Nordic	2024	2025E	2026E	2027E	Kalqyls värdering
Nettoomsättning	365,2	465,1	594,6	752,3	Multipl
% y-o-y	21,7%	27,4%	27,8%	26,5%	Motiverat värde 2027E
EBITA	21,5	24,0	38,5	55,7	Aktiekurs
EBITA-marginal	5,9%	5,2%	6,5%	7,4%	Uppsida
EV/S	1,3	1,0	0,8	0,6	15x
EV/EBITA	22,7	20,3	12,7	8,7	33 SEK
					18 SEK
					82 %

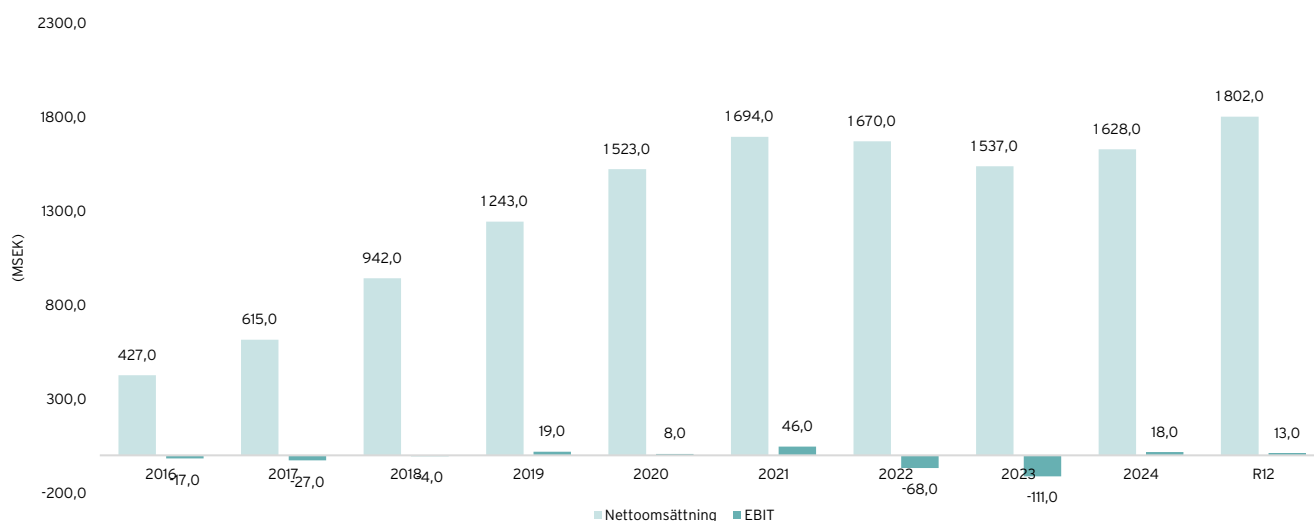
Pierce Group: Gasande lönsamhet

Pierce Group är ett svenskt e-handelsbolag inom motorcykel- och powersportsegmentet, med fokus på försäljning av utrustning, reservdelar och tillbehör för motorcyklar och snöskotrar. Försäljningen sker främst genom bolagets tre hemsidor: XLMoto, 24MX och Sledstore, där erbjudandet består både av externa varumärken och egna produkter.

Affärsmodellen baseras på direktförsäljning till konsument, där offroad-segmentet, särskilt motocross, utgör den största och mest lönsamma delen av omsättningen. Pierce hanterar hela värdekedjan från inköp och marknadsföring till logistik och kundrelation, vilket gör att bolaget snabbt kan anpassa sig till marknadsbehov och säsongsvariationer. Försäljningen är delvis beroende av en entusiastdriven kundbas med återkommande inköp, men påverkas också av väderförhållanden och externa faktorer.

Sedan nuvarande vd Göran Dahlin tog över vd-posten har bolaget genomfört flera operativa åtgärder för att förbättra lönsamheten, bland annat genom effektiviseringar och omfattande kostnadsbesparingar. Under det första kvartalet under 2023 hade bolaget 407 anställda, jämfört med 293 anställda under det tredje kvartalet 2025.

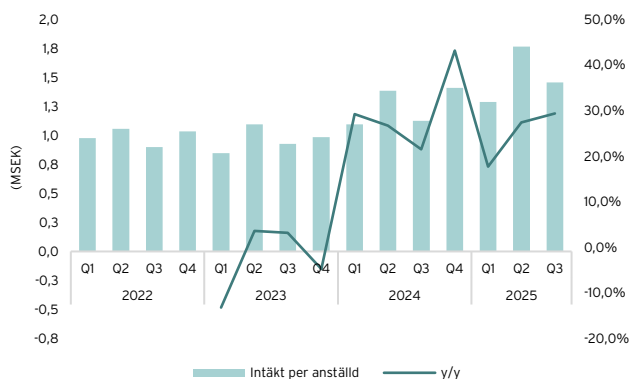
Nettoomsättning och EBIT, 2016-R12



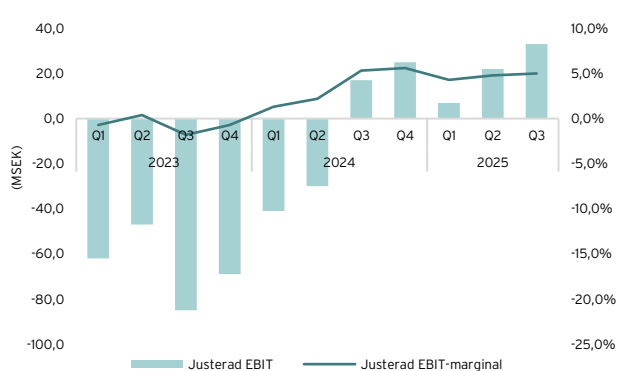
Framgångsrik omställning

Sedan Göran Dahlin tillträdde som VD har Pierce genomfört en omställning med fokus på att förenkla organisationen, rensa lagret och effektivisera marknadsföringen. Ett bra mått på bolagets effektivitet är intäkt per anställd, som under de senaste två åren ökat markant. Samtidigt har lagerhanteringen optimerats, vilket både frigjort kapital och sänkt kostnader. Dessa åtgärder har, tillsammans med en ökad omsättningstillväxt, lett till en förbättrad EBIT-marginal och ett starkare resultat.

Markanta effektiviseringsåtgärder...



...vilket fått ett tydligt genomslag på resultatet

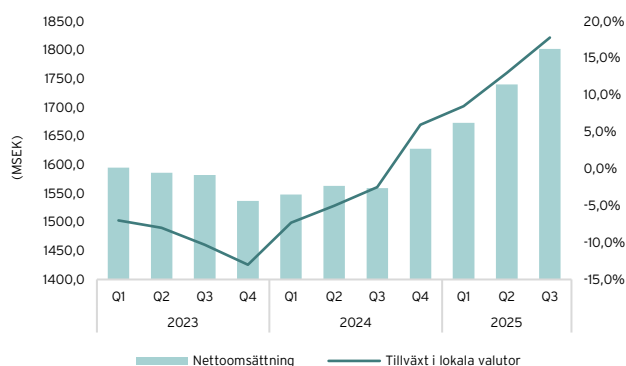


Lönsamheten väntas stärkas framöver

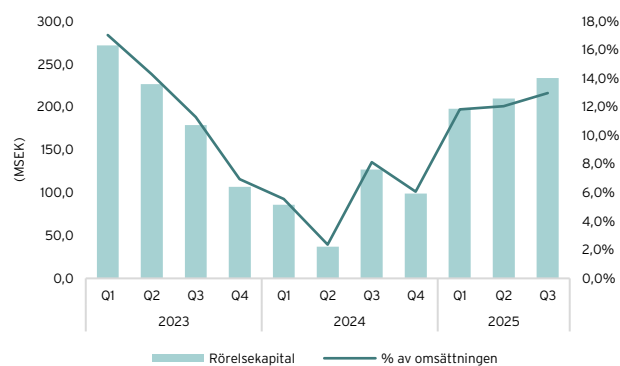
En viktig del av Pierce Groups pågående omställning är moderniseringen av IT- och systemplattformen, som väntas ge en tydlig finansiell effekt framöver. Under 2024-2025 har bolaget belastats av parallella system, externa konsultkostnader och ökade avskrivningar relaterade till denna transformation, vilket har ökat de löpande kostnaderna. Enligt bolaget väntas den nya plattformen vara fullt driftsatt under Q1'26, varefter parallella kostnader successivt fasas ut. Detta förväntas minska bolagets operativa kostnader och avskrivningar med cirka 30-40 MSEK på årsbasis från och med Q2'26.

Pierce är återigen på tillväxt, där ökat antal SKU:er och högre rörelsekapital primärt har drivit omsättningsökningen under året. Det bredare sortimentet och bättre lagerhållning har stärkt kundupplevelsen och tagit marknadsandelar. Samtidigt innebär den ökade lagerbindningen att tillväxten i hög grad är beroende av bundet kapital, vilket ökar risken för lagerrelaterade förluster om artiklar blir inkuranta. Trots detta har Pierce lyckats förbättra lönsamheten, och den starkare kostnadsstrukturen har lett till ett positivt genomslag på EBIT. Detta ger bolaget goda förutsättningar för fortsatt tillväxt, även om kapitalbindningen kan komma att normaliseras över tid.

Återvänder till tillväxt...



...vilket korrelerar med ökat rörelsekapital



Expanderar internationellt

Pierce planerar att fortsätta den internationella expansionen stegvis under 2026, med fokus på mer mogna EU-marknader som Benelux och Sydeuropa där affärsmodellen redan är bevisad. När den operativa plattformen och logistikstrukturen är fullt optimerade bedöms bolaget ha möjlighet att bredda expansionen mot Östeuropa. Regionen kännetecknas av stark efterfrågan inom offroad-segmentet, låg e-handelsmognad och begränsad konkurrens från specialiserade aktörer, vilket skapar attraktiva förutsättningar. Expansionen österut bedöms dock ske först när kostnadsbasen är fullt skalbar, vilket möjliggör geografisk tillväxt utan att belasta lönsamheten i koncernen.

Konsolideringsmöjligheter på en fragmenterad marknad

Pierce ser stora möjligheter för konsolidering på den europeiska marknaden för motorcykelutrustning, som är starkt fragmenterad. Många aktörer är lokala eller omnichannel-spelare med finansiella ägare, vilket öppnar upp för konsolidering. Pierce, som den enda paneuropeiska och börsnoterade aktören, är väl positionerat att både dra nytta av och driva denna utveckling. Bolaget har en nettokassa på 159 MSEK vid utgången av Q3'25, ett kvartal med generellt hög kapitalbindning, vilket både möjliggör en utdelning eller förvärv.

En framgångsrik konsolidering skulle skapa ett dominerande europeiskt bolag med ett bättre sortiment, snabbare leveranser och högre förhandlingsstyrka. Dessutom skulle konsolideringen ge möjligheter till förbättrade marginaler och effektiviseringar genom stordriftsfördelar, vilket stärker Pierces långsiktiga tillväxtpotential.

På konsensusestimaten för 2026E handlas Pierce för närvarande till 11,3x EBIT och 9,0x på 2027E, leasingskulder exkluderat.

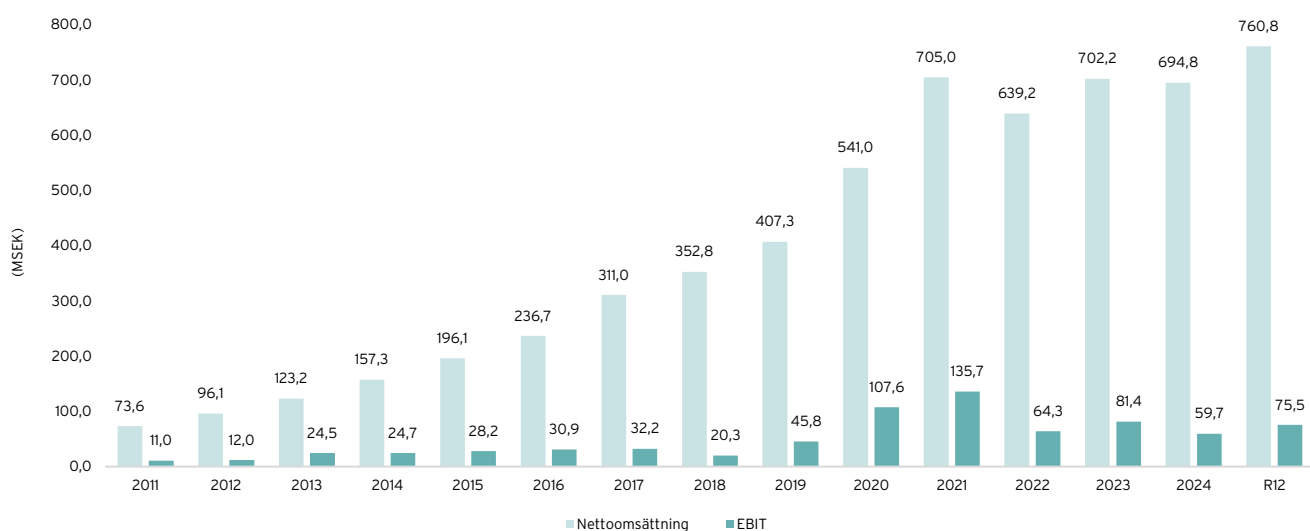
Pierce Group	2024	2025E	2026E	2027E	Värdering	
Nettoomsättning	1 628,0	1 827,0	2 024,0	2 213,0	Multipel	15x
% y-o-y	5,9%	12,2%	10,8%	9,3%	Motiverat värde 2027E	21 SEK
EBIT	18,0	29,8	90,3	113,0	Aktiekurs	13 SEK
EBIT-marginal	1,1%	1,6%	4,5%	5,1%	Uppsida	60%
EV/S	0,3	0,6	0,5	0,5		
EV/EBIT	27,6	34,3	11,3	9,0		

RugVista Group: Ingen avmattning i sikte

RugVista är ett e-handelsbolag specialiserat på försäljning av mattor online och är verksamt i över 40 länder. Bolaget grundades 2005 och har under de senaste fem åren uppvisat en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om cirka 6,2 %. Under pandemin accelererade tillväxten kraftigt till följd av ökad efterfrågan på heminredning, vilket följdes av mer utmanande marknadsförhållanden under perioden 2022-2024. Efter flera år av normalisering efter pandemin har RugVista gått in i en ny fas där tillväxten återvänder samtidigt som marginalerna stärks. Med genomförd lagerflytt, stabiliserat ordervärde och en mer kostnadseffektiv marknadsföringsstrategi finns förutsättningar för att lönsam tillväxt åter blir narrativet.

Afsärsmodellen bygger på extern produktion via tredjepartstillverkare och försäljning direkt till konsument utan mellanhänder. Avsaknaden av egen produktion innebär en kapitallett struktur med begränsat rörelsekapitalbehov, vilket historiskt har möjliggjort en avkastning på eget kapital om omkring 14 %, trots tillfälligt pressade marginaler. Direktförsäljningsmodellen ger bolaget god kontroll över prissättning, sortiment och marginalstruktur och särskiljer RugVista från många traditionella aktörer inom heminredning, där längre värdekedjor ofta begränsar flexibilitet och lönsamhet. Den kapitalletta strukturen skapar även utrymme för utdelning, parallellt med fortsatta tillväxtinvesteringar.

Nettoomsättning och EBIT, 2011-2025



Strukturellt gynnsam nisch

Mattor utgör fortsatt en relativt lågt penetrerad kategori inom e-handel, med en e-handelsandel om cirka 21-22 %. Samtidigt kännetecknas kategorin av låg prisvisibilitet, där avsaknaden av tydliga referenspriser skapar bättre förutsättningar för stabila bruttomarginaler och högre tillväxtpotential än i mer homogena och prispresade segment.

RugVista drar även nytta av e-handels skal fördelar genom ett sortiment om över 30 000 produkter, vilket är väsentligt större än vad fysiska butiker kan erbjuda. Den breda katalogen ökar sannolikheten att matcha kundpreferenser och bidrar till högre konvertering, samtidigt som returgraden är låg jämfört med exempelvis mode, då produktmått och färgval redan är kända vid köptillfället.

Operativ och kommersiell omställning

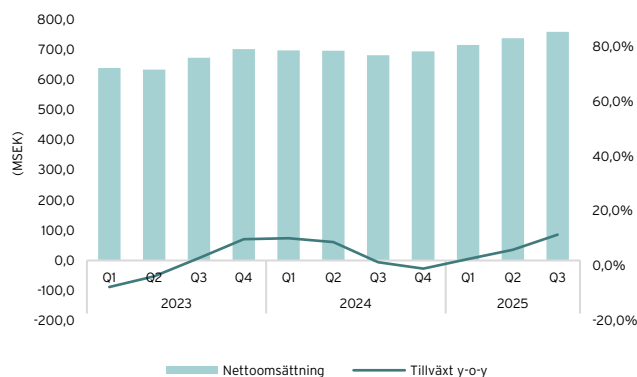
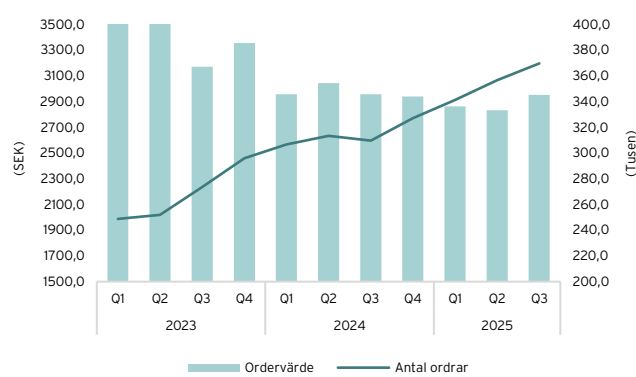
En central del i RugVistas effektiviseringsarbete har varit en bred operativ omställning där både logistik och kommersiellt fokus har setts över. Under 2025 har bolaget flyttat till ett nytt lager och kontorsfastighet, vilket tillfälligt påverkat kostnader men samtidigt lade grunden för en mer skalbar och kostnadseffektiv verksamhet. Under lagerflytten behövde bolaget rea ut delar av sortimentet, vilket tillfälligt påverkat bruttomarginalen negativt. Bolagets nya lokaler är byggda för att vara "fit-for-purpose" med cirka 10 000 m² lager och 2 500 m² kontor, och möjliggör ökad automatisering och processoptimering framåt.

Parallellt har det kommersiella fokuset förändrats. Sedan vd-skiftet under 2024 har RugVista rört sig bort från volymdriven, rabattintensiv tillväxt mot en mer disciplinerad strategi med ökat fokus på datadriven marknadsföring och organiska trafikkanaler. Tyngdpunkten har flyttats från performance marketing till SEO och varumärkesbyggande åtgärder högre upp i tratten, vilket minskat beroendet av köpt trafik och förbättrat marknadsföringens effektivitet.

Tillväxt med lägre rabatter och stärkt SEO-arbete

Efter pandemin präglades RugVistas tillväxt av sjunkande genomsnittligt ordervärde, drivet av ökad prispress, högre rabattnivåer samt negativa valutaeffekter. Under den perioden var tillväxten främst volymdriven, medan ordervärdet samtidigt motverkade intäktsutvecklingen.

Under de senaste kvartalen har ordervärdet stabiliserats, samtidigt som ordervolymer fortsatt att växa. Bolagets fokus att möta kunden tidigare i kundresan skapar nu helt andra förutsättningar och stärker kundkännetiden avsevärt. I Q3'25 uppgick ordertillväxten till cirka 19 % och justerat för valuta växte det genomsnittliga ordervärdet med 3 %. Den stärkta försäljningsutvecklingen i kombination med förbättrade bruttomarginaler har detta gett ett genomslag på resultatet. Utvecklingen i bolaget visar nu att de får bättre betalt per order utan att tappa fart i volym, vilket stärker förutsättningarna för fortsatt marginalförbättring.

Accelerande tillväxttakt...**...drivet av ökande volymer****Har marginalresan bara börjat?**

I takt med att tillväxten i ökande grad drivs av volym snarare än pris, har RugVistas operativa hävstång blivit allt tydligare. Den fasta kostnadsbasen är till stor del skalad, vilket innebär att ökade intäkter i högre utsträckning faller igenom till resultatet. Detta har lett till förbättrade marginaler under de senaste kvartalen. RugVistas genomsnittliga EBIT-marginal under de senaste fem åren uppgår till 12 %, vilket kan jämföras med dagens nivå om cirka 10 %. Historiskt har bolaget uppnått EBIT-marginaler om upp till 19 %, i nivå med relevanta jämförbara aktörer. Mot bakgrund av en effektiviserad organisation, lägre fast kostnadsbas och tilltagande volymtillväxt framstår en mean reversion i marginalerna som fullt rimlig.

RugVista har goda förutsättningar till att fortsätta på inlagen väg, med tydliga marginalförbättringar drivet av skalfördelar, minskade kostnader kopplat till nya lager och kontor, samt minskade rabattdriven försäljning. Tillväxten förväntas drivas av bolagets ökade fokus på SEO samt enkla jämförelsetal i genomsnittligt ordervärde. Bolagets minskade fokus på rabattdriven försäljning kan potentiellt nu utgöra en botten i den negativa trenden, vilket tillsammans med fortsatt stark trafik skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt.

Baserat på analytikerkonsensus handlas RugVista till en EV/EBIT-multipel om 10x för helåret 2027E, vilket med en applicerad multipel om 15x implicerar en uppsida om 44 %, exkluderat kassauppbyggnad. Vi anser att RugVista är en av de mer kvalitativa noterade e-handelsbolagen på marknaden och förtjänar således att handlas till en aningen högre multipel. Vi ser det inte omöjligt att bolaget kan uppnå marginaler som närmar sig historiska nivåer, vilket således skulle innebära att de framtida värderingsmultiplarna faller än snabbare, vilket kan ses som en option på investeringscasen.

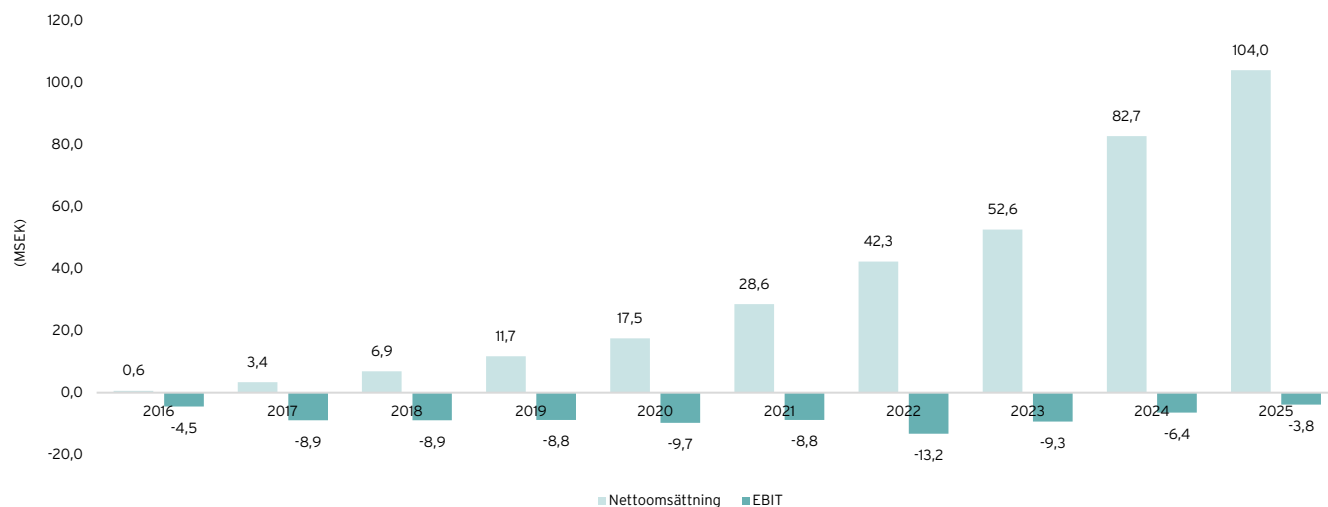
RugVista Group	2024	2025E	2026E	2027E	Värdering	
Nettoomsättning	694,8	773,0	841,0	912,0	Multipel	15x
% y-o-y	-1,0%	11,3%	8,8%	8,4%	Motiverat värde 2027E	96,0
EBIT	60,7	80,2	114,0	133,0	Aktiekurs	66,6
EBIT-marginal	8,7%	10,4%	13,6%	14,6%	Uppsida	44%
EV/S	1,2	1,8	1,6	1,5		
EV/EBIT	13,9	16,9	11,9	10,2		

Sweden BuyersClub: Inflektionspunkt i en skalbar e-handelsplattform

Sweden BuyersClub är ett e-handelsbolag som driver flera nischade e-handelssidor på en gemensam, egenutvecklad plattform. Affärsmodellen kombinerar transaktionsbaserad e-handel med återkommande medlemsintäkter, vilket skapar både stabilitet och operativ hävstång. I dag drivs sex storefronts på samma tekniska infrastruktur, där ytterligare tillväxt kan adderas med begränsade ökade kostnader.

Bolaget grundades 2015 av nuvarande vd Emil Henriksson och har efter flera år av investeringar i plattform och volymuppbyggnad nått en omsättning om 104 MSEK. Under uppbyggnadsfasen har lönsamheten varit pressad, men i takt med ökande skala har resultatet successivt förbättrats. Under 2025 uppgick EBITDA till cirka 1,5 MSEK, vilket markerar ett tydligt skifte från investeringsfas till ett läge där ytterligare tillväxt i högre grad kan falla igenom till resultatet.

Nettoomsättning och EBIT, 2016-2025

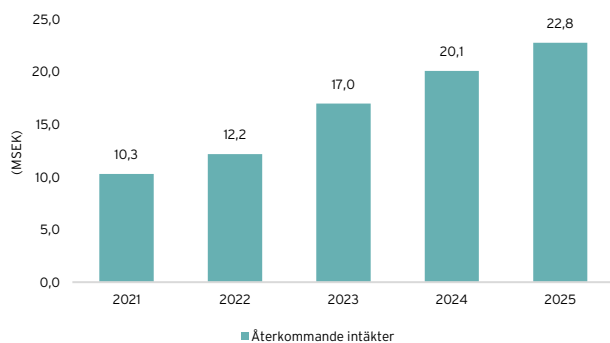


En skalbar plattform tar form

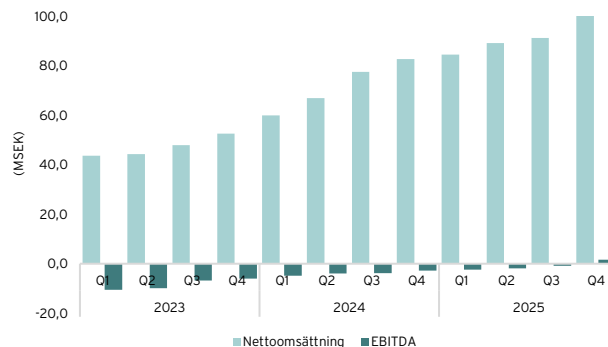
BuyersClubs kärna är en egenutvecklad, höggradigt automatiserad e-handelsplattform som ersätter manuella processer och möjliggör skalbar drift av flera nischade storefronts på gemensam infrastruktur. Produktdata integreras och struktureras automatiskt, varefter sortimentet optimeras genom datadriven prioritering baserad på marginal, konvertering och efterfrågan. Detta gör att försäljningsvolym och synlighet kontinuerligt kan styras mot de mest lönsamma produkterna, både på egna sajter och i externa kanaler.

Plattformen möjliggör snabb lansering av nya storefronts med samma fasta kostnadsbas. Genom en dropshipping-liknande modell binds inget kapital i lager, vilket begränsar rörelsekapitalbehovet och möjliggör ett mycket brett sortiment om flera hundra tusen produkter. Sammantaget skapar detta en kapitallett affärsmodell med hög operativ hävstång, även om leveranstiderna är något längre än för traditionella lagerhållande aktörer.

Återkommande intäkter växer



Tydlig inflektionspunkt uppnådd

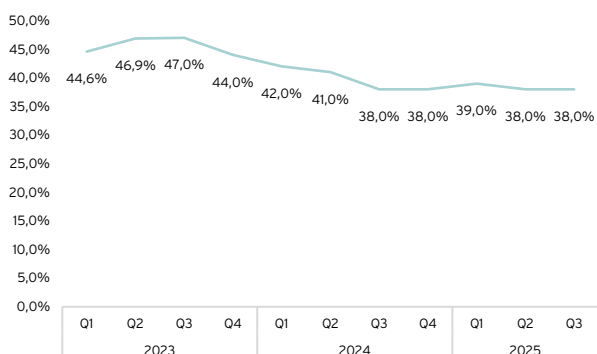


Storefronts möjliggör skalbar tillväxt

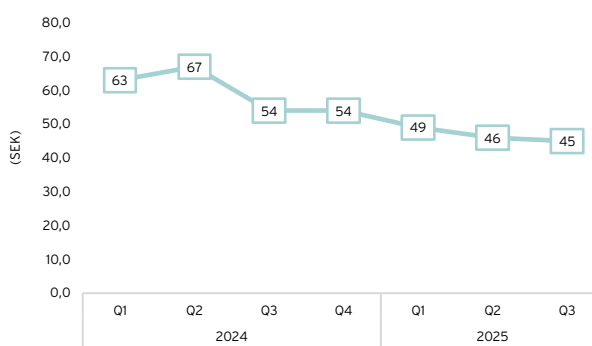
Under de senaste två åren har flera vertikaler lanserats med kort ledtid och begränsade ökade kostnader. Plattformen bedöms kunna stödja lansering av cirka en ny storefront per kvartal, vilket givet en redan finansierad kostnadsbas innebär att ytterligare tillväxt i hög grad faller igenom till resultatet. Affärsmodellen utgörs även av återkommande medlemsintäkter, som generar 20,4 MSEK, vilket i stort sett finansierar den fasta kostnadsbasen. Medlemsintäkterna utgör i dagsläget cirka 20 % av omsättningen, medan huvuddelen av tillväxten drivs via storefronts, vilket möjliggör en mer transaktionsdriven expansion utan att förlora stabiliteten i återkommande intäkter.

Bruttomarginalen, som i dagsläget uppgår till cirka 38 %, har pressats av ett ökat fokus på öppna storefronts med lägre inträdesbarriärer. Detta har medvetet sänkt marginalen per order, men samtidigt reducerat kundanskaffningskostnaderna och förbättrat konverteringen.

Bruttomarginal sjunker...



...samtidigt som kundanskaffningskostnaden sjunker

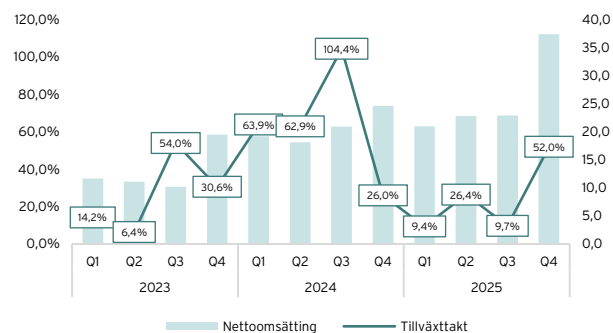


Accelererande tillväxt

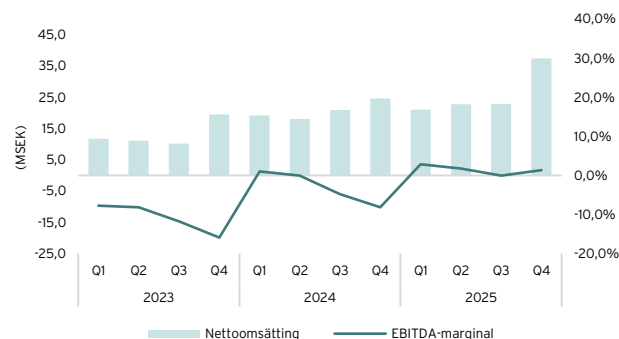
För helåret 2025 uppgick BuyersClubs tillväxt till 25,9 %, där utvecklingen var tydligt viktad mot årets andra hälft. Under Q1'25 och Q3'25 påverkades tillväxten negativt av tillfälliga faktorer, däribland en lokalflytt och operativa utmaningar i samband med lanseringen av nya storefronts. Dessa störningar belastade utvecklingen kortsiktigt men bedöms nu vara avklarade.

Under Q4'25 accelererade tillväxten markant. Preliminära siffror indikerar en tillväxttakt om cirka 52 %, med EBITDA som vänt till positiv och medlemsintäkter som uppgick till rekordhög nivå. Detta är särskilt anmärkningsvärt då Q4 historiskt varit bolagets svagaste kvartal ur lönsamhetsperspektiv, vilket indikerar att den underliggande affärsmodellen nu bär även under säsongsmässigt utmanande perioder. Sammantaget indikerar utvecklingen att BuyersClub går in i 2026 med tydligt accelererande tillväxt och förbättrade förutsättningar för lönsamhet. Finansiella mål för 2026 är en omsättning på 150-200 MSEK och ett EBITDA på 8-12 MSEK, vilket våra estimat understiger.

Tillväxttakt y-o-y



Q4 historiskt svagt kvartal, men inte nu?



Sweden BuyersClub	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	82,8	104,2	135,0	150,0
% y-o-y	57,5%	25,9%	15,0%	10,0%
EBITDA	-2,8	1,5	4,3	8,0
EBITDA-marginal	-3,4%	1,4%	3,2%	5,3%
EV/S	0,7	0,6	0,4	0,4
EV/EBITDA		40,0	14,0	7,5

Värdering	
Multipel	8x
Motiverat värde 2027E	5 SEK
Aktiekurs	4 SEK
Uppsida	18%

Vuxen Group: Höjer ribban för lönsamhet

Vuxen Group är ett e-handelsbolag med fokus på sexuell hälsa, där verksamheten under de senaste åren har renodlats mot bolagets mest lönsamma och stabila segment. Försäljningen sker via Direct-to-Consumer-plattformar där egna varumärken kombineras med externa produkter. Segmentet präglas av återkommande efterfrågan, hög kundlojalitet och begränsad cykikalitet, vilket skapar en mer förutsägbar intäktsbas än i traditionell e-handel.

Bolaget driver verksamheten med egen logistik och delvis egen produktion, vilket ger god kontroll över leveranser, kundupplevelse och marginalstruktur. Tillsammans med en ökad andel egna varumärken har detta bidragit till successivt förbättrade bruttomarginaler och stärkt kassagenerering. Sammantaget indikerar utvecklingen att Vuxen lämnat en mer bred och kapitalintensiv fas bakom sig och nu växer med högre kvalitet i intäkterna, där volymökningar i större utsträckning faller igenom till resultatet.

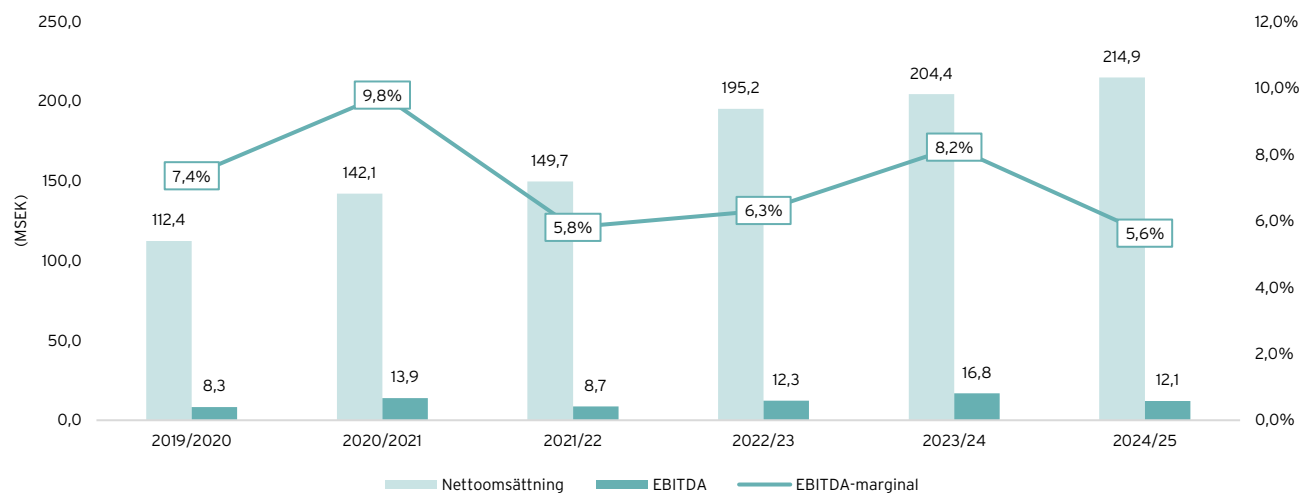


Lång historik av lönsam tillväxt

Vuxen Group har över tid uppvisat lönsam tillväxt, där egna varumärken, återkommande kundbeteenden och en skalbar D2C-modell skapat stabila intäkter och god kassagenerering. Den höga andelen återkommande kunder bidrar till god intäktsvisibilitet och begränsad efterfrågevolatilitet, samtidigt som egen logistik och delvis egen produktion ger kontroll över kostnadsbas och marginalstruktur. Under de senaste åren har både bruttomarginal och operativ lönsamhet successivt förbättrats, vilket indikerar effektiv kapitalanvändning och en affärsmodell där ökade volymer i hög grad faller igenom till resultatet.

Parallellt har bolaget valt att prioritera investeringar i varumärken, sortiment och internationell närvaro framför kortsiktig marginalmaximering. Detta har tillfälligt dämpat lönsamhetsutvecklingen, men bedöms stärka den långsiktiga intjäningsförmågan och skapa bättre förutsättningar för fortsatt värdeskapande i takt med att verksamheten skalas i Europa.

Nettoomsättning och EBITDA, 2019/20-2024/25



Strategiskt skifte mot sexuell hälsa

Den strategiska renodlingen mot sexuell hälsa har fått tydligt genomslag under 2024/25 och inledningen av 2025/26. I Q2'25/26 uppgick EBITDA-marginalen till över 10,3 %, jämfört med cirka 5,9 % motsvarande period föregående år, vilket gör kvartalet till det starkaste andra kvartalet sedan noteringen. Bruttomarginalen har samtidigt förbättrats från omkring 59,2 % till 61,7 % senaste kvartalet drivet av en högre andel egna varumärken, kostnadsdisciplin och effektivare lager- och logistikflöden.

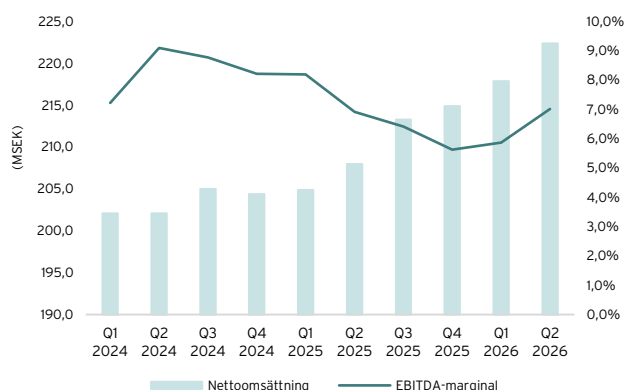
Trots att omsättning medvetet avvecklats i mindre lönsamma segment växer koncernen på totalnivå. Den förbättrade marginalstrukturen har stärkt kassagenereringen och resulterat i en nettokassa om cirka 22,3 MSEK, vilket ökar den finansiella flexibiliteten och möjliggör fortsatt selektiv expansion utan ökad balansräkningsrisk.

Expansion i Europa som nästa tillväxtfas

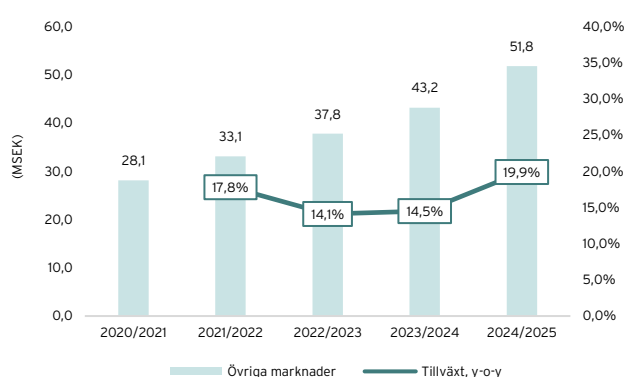
Geografisk expansion utgör en tydlig tillväxtoption för Vuxen Group. Genom Direct-to-Consumer-modellen är verksamheten i praktiken skalbar mot hela EU-marknaden, samtidigt som investeringar koncentreras till ett begränsat antal kärnmarknader där lönsamhet och skalbarhet redan är bevisad.

Under den senaste perioden har bolaget tagit steg in på nya marknader, där den tyska satsningen utvecklats stabilt med ökande återköpsfrekvens. Samtidigt möjliggör den befintliga logistik- och varumärkesplattformen en successiv expansion med begränsad kapitalbindning. Även relativt små marknadsandelar på nya marknader kan därmed få ett påtagligt genomslag på tillväxten, medan nedsidan begränsas av den kapitaleffektiva modellen.

Nettoomsättning och EBITDA-marginal



Övriga marknader tillväxt



Värderingen reflekterar inte förbättrad lönsamhet

Vuxen Group värderas i dagsläget till låga multiplar relativt såväl historik som jämförbara e-handelsbolag, trots tydligt förbättrad lönsamhet och stark kassagenerering. På rullande tolv månader värderas bolaget till cirka 11,5x EV/EBITDA och EV/EBITDA 8,7 för 2025/26E trots att bolaget nu levererat två starka kvartal i följd med förbättrad marginalprofil, stärkt bruttomarginal och ökande EBITDA. Vi bedömer att marknaden i nuläget inte fullt ut prisar in effekterna av den strategiska renodlingen mot sexuell hälsa, där både tillväxt- och lönsamhetsförutsättningarna är strukturellt bättre än i övriga segment.

Baserat på våra estimat uppgår EBITDA till cirka 26,5 MSEK för 2026/27E. Vi bedömer att en multipel om 12x EV/EBITDA är motiverad, i linje med historiska nivåer och jämförbara bolag, givet Vuxens skalbara D2C-modell, starka kassaflöde och nettokassa. Detta ger ett motiverat börsvärde om cirka 318 MSEK, motsvarande ett motiverat värde om 28,4 SEK per aktie för 2026/27E. Det motsvarar en uppsida om drygt 100 % jämfört med nuvarande aktiekurs. Sammantaget bedömer vi att risk-avkastningsprofilen är attraktiv, där nedsidan begränsas av lönsamhet och finansiell styrka, samtidigt som uppsidan drivs av fortsatt marginalförbättring och framgångsrik geografisk expansion.

Estimat

(MSEK)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
Nettoomsättning	195,2	204,4	214,9	232,5	250,6
% y-o-y	30,4%	4,7%	5,1%	8,2%	7,8%
Summa intäkter	197,5	206,3	216,6	234,9	252,4
EV/S	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
Bruttoresultat	85,0	94,6	117,8	139,4	150,9
Bruttomarginal	43,5%	46,3%	54,8%	60,0%	60,2%
% y-o-y	27,1%	11,3%	24,5%	18,4%	8,2%
Rörelsekostnader	-80,4	-87,0	-107,2	-121,1	-126,2
% y-o-y	25,4%	8,2%	23,2%	13,0%	4,2%
EBITDA	12,4	16,8	12,2	20,7	26,5
EBITDA-marginal	6,4%	8,2%	5,7%	8,9%	10,6%
EV/EBITDA	14,5	10,7	14,7	8,7	6,8

Värderingar

Värderingarna i sektorn har under 2025 stigit något, men framstår delvis som tillfälligt förhöjda då bakåtblickande multiplar i flera bolag påverkas av uppbyggda varulager under Q3 inför den intensiva försäljningsperioden kring Black Week och julhandeln. Vi noterar att analytikerkonsensus, i linje med vår egen syn, estimerar en stark utveckling för sektorn i sin helhet, vilket talar för att värderingsmultiplarna faller snabbt på några års sikt i takt med förbättrad lönsamhet och kassagenerering.

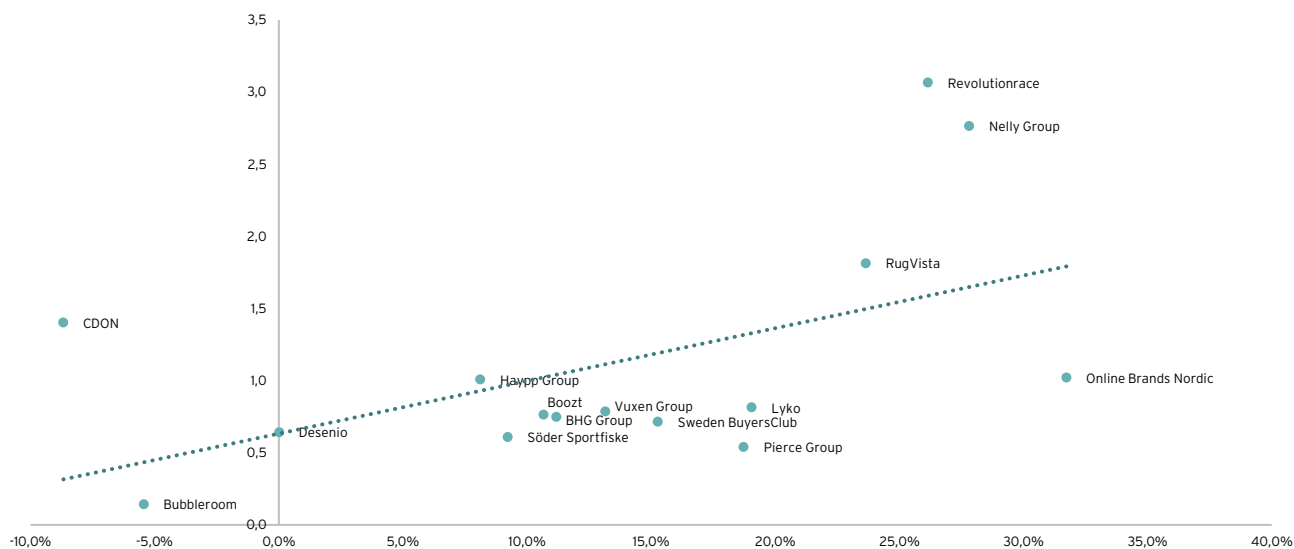
Översikt av E-handelsbolag

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S				EV/EBIT				Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2025	2026	2027	R12	2025	2026	2027	MSEK R12	5y CAGR	Marginal	5y CAGR	Marginal	5y CAGR
Apotea	9 115,9	9 339,3	0,9x	n/a	n/a	n/a	20,4x	n/a	n/a	n/a	7 081,9	n/a	6,6%	n/a	4,6%	n/a
BHG Group	5 921,9	8 107,7	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	neg.	20,5x	16,0x	13,0x	10 429,5	3,1%	7,1%	-3,8%	neg.	-165,9%
Boozt	6 895,5	7 164,5	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	12,4x	16,3x	13,5x	11,2x	8 255,0	13,6%	9,5%	18,0%	6,0%	22,3%
Bubbleroom	83,9	64,3	0,1x	n/a	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	n/a	430,1	n/a	neg.	n/a	neg.	n/a
CDON	724,9	637,7	1,5x	1,6x	1,4x	1,3x	neg.	neg.	neg.	neg.	430,0	-11,6%	neg.	-212,1%	neg.	-264,6%
Desenio	209,3	512,1	0,6x	0,5x	0,5x	n/a	neg.	4,1x	4,0x	n/a	789,1	-4,3%	7,4%	-23,5%	neg.	-201,4%
Haypp Group	4 270,6	4 372,5	1,0x	1,0x	0,8x	0,7x	46,6x	47,3x	16,2x	11,2x	3 712,0	16,5%	5,5%	46,5%	2,2%	50,2%
Lyko	1 944,4	3 090,5	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	20,9x	24,4x	17,4x	12,9x	3 780,3	17,8%	8,3%	20,0%	3,7%	24,8%
Meds Apotek	952,1	863,8	0,8x	n/a	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a	n/a	972,0	n/a	1,8%	n/a	neg.	n/a
mResell	110,5	125,6	1,1x	0,9x	0,5x	0,4x	neg.	neg.	15,6x	6,2x	75,6	21,4%	neg.	neg.	neg.	neg.
Nelly Group	3 402,5	3 462,4	2,8x	2,7x	2,4x	2,2x	21,9x	17,4x	13,5x	10,9x	1 211,6	-2,8%	17,2%	69,4%	12,8%	40,0%
Online Brands Nordic	470,4	513,8	1,0x	1,0x	0,8x	0,6x	neg.	20,3x	12,7x	8,7x	433,6	102,1%	2,9%	27,4%	neg.	2,3%
Pierce Group	1 094,1	1 067,1	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	78,2x	34,6x	11,4x	9,1x	1 802,0	3,4%	3,8%	53,9%	0,7%	10,2%
Revolutionrace	6 421,0	6 258,0	3,0x	2,8x	2,5x	2,3x	15,8x	13,2x	11,8x	10,6x	1 967,0	17,0%	19,6%	10,4%	19,1%	10,3%
RugVista	1 405,1	1 357,1	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	17,8x	16,9x	11,9x	10,2x	759,9	6,2%	13,2%	-2,2%	9,9%	-6,2%
Sweden BuyersClub	59,2	64,1	0,6x	0,6x	0,4x	0,4x	neg.	40,0x	14,0x	7,5x	91,4	39,2%	neg.	13,6%	neg.	8,5%
Söder Sportfiske	194,5	159,2	0,6x	n/a	n/a	n/a	18,4x	n/a	n/a	n/a	235,7	7,3%	5,7%	-6,5%	3,2%	-16,4%
Vuxen Group	205,0	182,7	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	21,2x	14,7x	8,7x	6,8x	222,4	9,4%	7,0%	2,3%	3,8%	-7,9%
Snitt	2 177,0	2 391,6	1,1x	1,2x	1,0x	1,0x	27,4x	22,5x	12,8x	9,9x	2 371,1	15,5%	8,3%	1,0%	6,6%	-35,3%
Median	962,0	904,4	0,8x	0,9x	0,8x	0,7x	20,7x	18,9x	13,5x	10,4x	880,6	8,3%	7,1%	12,0%	4,2%	5,4%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Rule of 40 (20) samlar bolagens tillväxt och lönsamhet, för att se hur väl bolagen balanserar tillväxt och lönsamhet. Utfallet uppvisar en tydlig spridning i sektorn, där marknaden i högre grad premierar bolag som kombinerar hög tillväxt med lönsamhet. Samtidigt framgår det att värderingsmultiplarna tenderar att öka i takt med att bolagen rör sig upp längs Rule of 40-skalan. Grafen illustrerar hur operationell hävstång och kostnadsfokus blir centrala för att motivera högre värderingar inom sektorn.

Rule of 40 (20) mot EV/S R12



Källa: Factset, Kalqyl Research

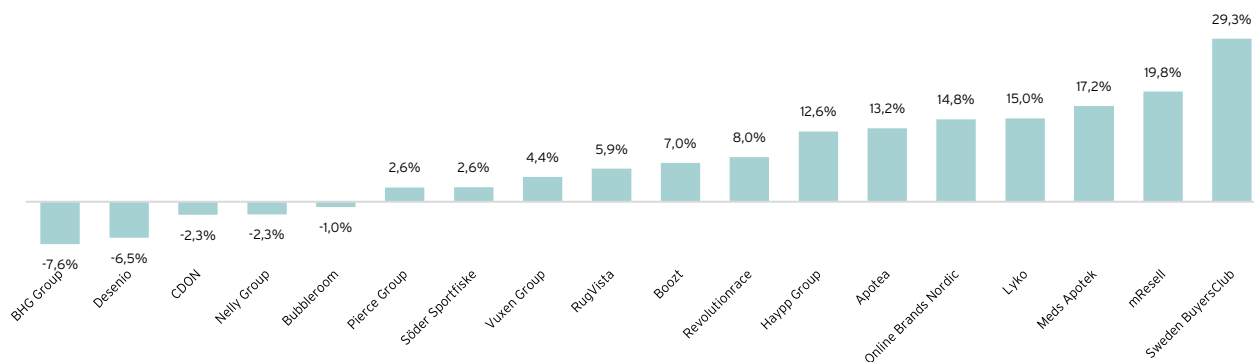
Majoriteten uppvisar tillväxt

De bolag som uppvisat den högsta tillväxttakten de senaste åren återfinns främst bland de mindre aktörerna, där Sweden BuyersClub och mResell utmärker sig. Även e-apoteken Meds och Apotea placerar sig högt i tillväxtligan, vilket understryker den starka underliggande tillväxten inom e-apoteksmarknaden. Online Brands Nordic har uppvisat en robust tillväxttakt, driven av en kombination av organisk expansion och förvärv. Både Lyko och Haypp Group når tvåsiffrig tillväxt inom sina respektive nischsegment, skönhet respektive nikotinprodukter, där Haypp Group dessutom kombinerar organisk tillväxt med strategiska förvärv på den europeiska marknaden.

I det lägre tillväxtspannet återfinns flera mer etablerade aktörer såsom RevolutionRace, Boozt och RugVista, vilka växer i en stabil takt om cirka 6-8 % årligen. Pierce Group, Vuxen Group och Söder Sportfiske uppvisar mer måttlig tillväxt kring 3-5 %, vilket delvis kan förklaras av deras nischade segment och mer mogna marknadspositioner på kärnmarknaderna.

De bolag som uppvisar negativ tillväxt över de senaste tre åren återfinns huvudsakligen inom mode- och hemelektronikkategorierna. Bubbleroom, Nelly Group och CDON har samtliga haft en marginell omsättningsnedgång, medan Desenio och BHG Group uppvisar den kraftigaste tillbakagången. För BHG Group förklaras utvecklingen till stor del av en omfattande omstrukturering och avyttring av verksamheter, vilket påverkat tillväxttalen negativt. Desenio har i sin tur påverkats av svagare efterfrågan och ökad konkurrens på postermarknaden efter pandemin. En gemensam nämnare för flera av de bolag som haft vikande tillväxt är exponering mot kategorier som upplevde exceptionellt stark efterfrågan under pandemin men som därefter normaliserats eller utvecklats svagare. Kollar vi nettoomsättningstillväxt y-o-y senaste kvartalet uppvisade samtliga aktörer utom Desenio, Bubbleroom och Söder Sportfiske en positiv tillväxt.

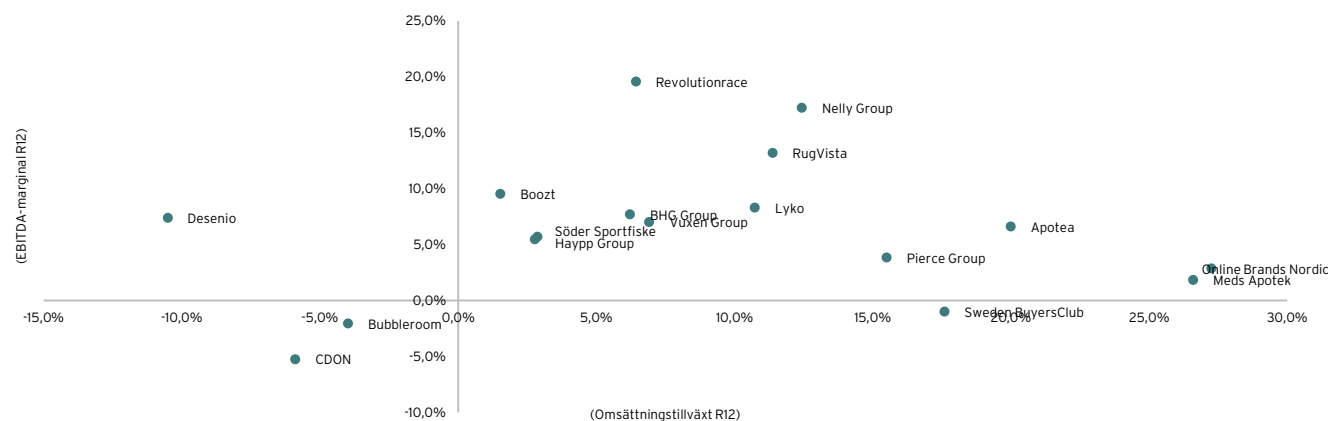
Årlig nettoomsättningstillväxt senaste tre åren



Källa: Factset, Kalqyl Research

Vissa bolag i branschen väljer att prioritera tillväxt över lönsamhet, för att snabbt vinna marknadsandelar och i framtiden kapitalisera på skalfördelar. Ett tydligt exempel på detta är Meds, Online Brands Nordic och Haypp Group. Vidare finns bolag som Nelly, RugVista och Revolutionrace, som helt eller i stora delar driver sin försäljning genom deras egna varumärken. Detta skapar helt andra förutsättningar för lönsam tillväxt, då marginalerna skiljer sig markant på externa och egna varumärken. mResell har i grafen exkluderats, då dess starka tillväxt om 112,6 % under 2025 blev en allt för stor avvikare.

Tillväxt mot EBITDA-marginal (R12)



Källa: Factset, Kalqyl Research

Stora skillnader i lönsamhet i sektorn

Det går att dela in de svenska e-handelsbolagen i fyra segment utifrån bruttomarginalen: >80%, 50-70%, 35-45% och <30%.

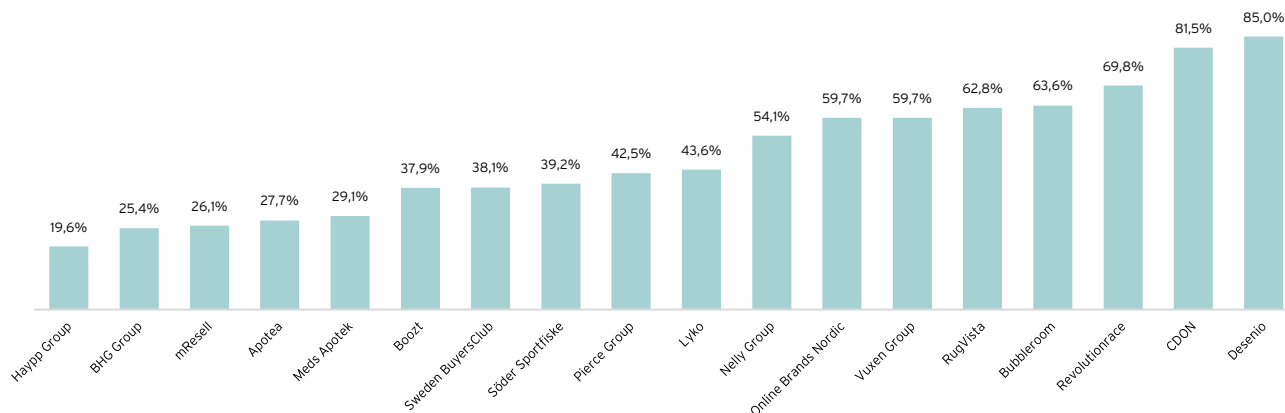
>80%: De bolag i sektorn som sticker ut med hög bruttomarginal är CDON och Desenio, där båda ligger över 80 % i bruttomarginal. CDON är en marknadsplats och redovisar både GMV, det totala försäljningsvärdet på plattformen, och nettoomsättning. Nettoomsättningen utgörs i huvudsak av den provision bolaget tar på transaktionerna, vilket innebär att bruttomarginalen beräknas på provisionsintäkten och inte på GMV, vilket strukturellt ger en mycket hög bruttomarginal. Som ett mer jämförbart komplement redovisar CDON take rate, definierat som bruttovinst delat med GMV, som uppgick till 19,3 % under Q3 2025. CDON är den enda renodlade marknadsplatsen i urvalet, vilket gör bolaget svårare att jämföra med övriga aktörer. Desenio, som säljer prisvärd konst online, når i stället hög bruttomarginal genom en nisch med låga produktionskostnader och begränsade mellanhänder.

50-70%: I det högre spannet återfinns bolag med hög kontroll över värdekedjan via egna varumärken och mer direkt modell. RevolutionRace utmärker sig med mycket hög bruttomarginal tack vare 100 % egna outdoor-kläder, direktförsäljning till konsument och funktionsplagg som möjliggör premiumprissättning. RugVista når höga marginaler genom direktinköp från produktionsländer under eget varumärke utan mellanhänder. Vuxen Group gynnas av nischposition inom sexuell hälsa med egna varumärken och hög kundlojalitet. Inom mode återfinns Bubbleroom och Nelly Group som kombinerar egna kollektioner med externa varumärken, där egna produkter normalt ger högre marginal. Online Brands Nordic bygger en portfölj av nischade e-handelsbolag med egna varumärken inom flera kategorier, vilket stärker marginalerna.

35-45%: I mittspannet återfinns bolag som kombinerar externa varumärken med en växande andel egna produkter. Lyko verkar inom skönhet där egna varumärken successivt lyfter marginalen. Boozt håller en lägre marginal än övriga mode-e-handel på grund av hög andel externa varumärken. Pierce Group säljer motorcykelutrustning där en mix av tekniska produkter samt egna och externa varumärken ger något starkare marginaler. Söder Sportfiske gynnas av nischposition och hög andel egna varumärken. Sweden Buyersclub använder en medlemsklubbmodell med bulkförsäljning och egen produktutveckling, vilket ger bättre marginalkontroll än klassisk detaljhandel.

<30%: I det lägre spannet återfinns Haypp Group, som är en återförsäljare av nikotinprodukter. Bruttomarginalen är strukturellt lägre eftersom försäljningen domineras av externa varumärken, punktskatter ingår i KSV och konkurrensen är hög. BHG verkar inom heminredning, bygg och vitvaror med betydande priskonkurrens och stor andel externa varumärken, vilket pressar marginalerna. mResell köper in begagnad hårdvara och inkluderar rekonditionerings och kvalitetskostnader i KSV. Även e-apoteken Apotea och Meds ligger under 30 % i bruttomarginal, vilket speglar stark prispress i kategorin.

Jämförelse av bruttomarginal (R12)



Källa: Factset, Kalqyl Research

Tydlig operativ hävstång inom e-handeln

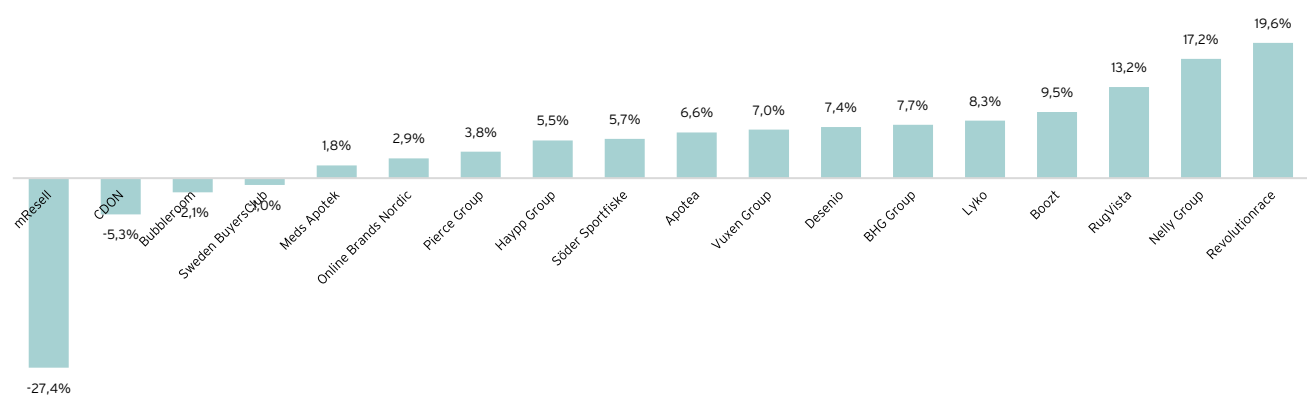
Precis som för bruttomarginalen syns stora skillnader även längre ned i resultaträkningen. De mindre bolagen såsom mResell, Vuxen Group, Söder Sportfiske, CDON, Sweden BuyersClub, Bubbleroom och Online Brands rapporterar enligt K3, vilket innebär att EBITDA används för att möjliggöra en mer rättvis jämförelse. Analysen visar tydligt att e-handel ofta präglas av operativ hävstång och stordriftsfördelar, där flera av de större bolagen uppvisar högre marginaler.

Flera av de bolag som uppmärksammas i denna rapport återfinns i dagsläget bland aktörer med låg eller negativ EBITDA-marginal, vilket i många fall speglar en fas präglad av investeringar i tillväxt, effektivisering och uppbyggnad av kostnadsstrukturer anpassade för högre volymer. För mResell och Sweden BuyersClub bedömer vi att verksamheterna närmar sig en tydlig inflektionspunkt där omsättningstillväxt i kombination med förbättrad kostnadseffektivitet möjliggör ett skifte mot lönsamhet under 2026. Detta ser vi som en potentiellt viktig värde drivare givet den operativa hävstång som finns inbyggd i affärsmodellerna.

I bolag som Online Brands Nordic, Pierce Group och Meds ser vi goda förutsättningar för förbättrad lönsamhet framöver, drivet av skalfördelar, stabilare bruttomarginaler och ett ökat fokus på operationell effektivitet. Dessa bolag har redan etablerade plattformar och varumärken, vilket innebär att ytterligare omsättningstillväxt i högre grad kan bidra till förbättrad lönsamhet.

Vuxen Group och Nelly Group uppvisar redan i dag relativt god lönsamhet, men vi ser fortsatt utrymme för marginalexpansion kommande år. En kombination av omsättningstillväxt, mer effektiv marknadsföring samt ökade skalfördelar inom logistik och inköp bedöms kunna bidra till en successiv förbättring av lönsamheten över tid.

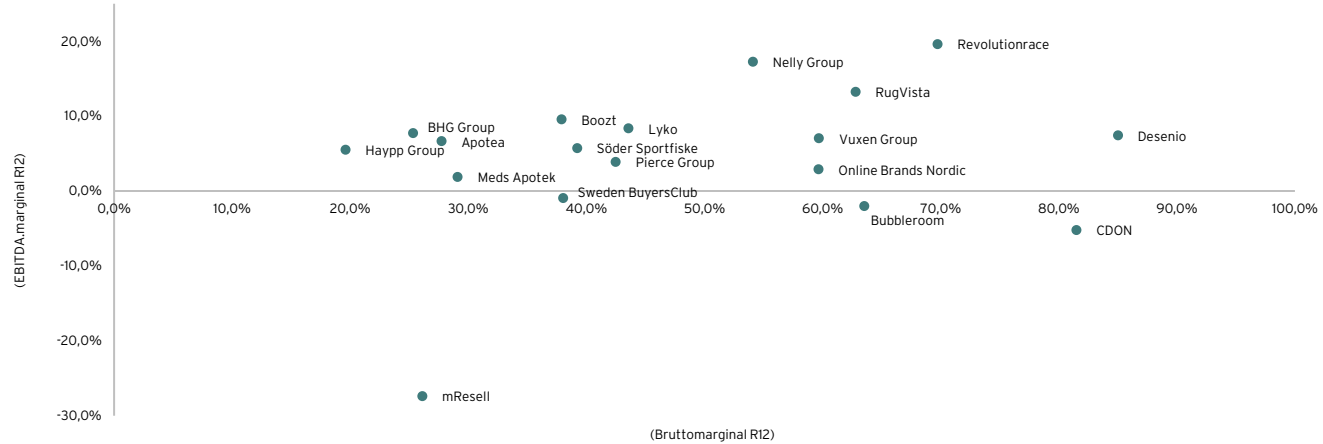
Jämförelse av EBITDA-marginal (R12)



Källa: Factset, Kalqyl Research

Deltat mellan bruttomarginal och EBITDA-marginal kan fungera som en indikator för att förstå sig på den framtida potentialen för marginalexpansion. De bolag som har högst teoretisk chans för expansion, är de bolagen som ligger längst till höger, men med en låg eller negativ EBITDA-marginal. Grafen nedan illustrerar flera bolag som för tillfället har EBITDA-marginaler under 10 % men samtidigt en markant högre bruttomarginal. Detta i kombination med en ökad omsättningstillväxt, mot e-handelsbolag som generellt har en relativt fast kostnadsbas, brukar kunna rendera i stark lönsamhetsutveckling.

Bruttomarginal mot EBITDA-marginal R12



Källa: Factset, Kalqyl Research

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

En eller flera på FairValue och Kalqyl äger aktier i nämnda bolag