

2026-09-01

Nettoomsättningen uppgick till 167,1 MNOK (158,5) i Q2'26, motsvarande en tillväxt om 5,4 % y-o-y. Bruttovinsten ökade till 68,7 MNOK (55,6) och bruttomarginalen stärktes till 41,1 % (35,1), främst drivet av gynnsammare USD, avsaknad av flygfraktkostnader samt förbättrad logistik och skala. EBIT minskade samtidigt till 8,9 MNOK (20,8), motsvarande en marginal om 5,3 % (13,2). Kvartalet belastades av 5,4 MNOK i kostnader för finansiella konsulter och 2,4 MNOK kopplat till Kirirom, totalt 7,8 MNOK. Exklusive dessa kostnader hade EBIT, allt annat lika, uppgått till cirka 16,7 MNOK, motsvarande en marginal om cirka 10,0 %. Dellia justerar dock inte för posterna i sin rapportering. För H1'26 uppgick nettoomsättningen till 381,5 MNOK (280,1), en ökning om 36,2 % y-o-y, medan EBIT uppgick till 29,3 MNOK (36,2).

Rekordhög sell-out men tydlig inbromsning i Norden

Den viktigaste förändringen i Q2 är den tydligare skillnaden mellan Dellias försäljning till återförsäljare och den underliggande konsumentefterfrågan. Norden omsatte 144,0 MNOK, en minskning om 2,0 % y-o-y, efter att rekordhög leveranser i Q1 byggt upp lagernivåerna hos återförsäljarna och dämpat nya beställningar under Q2 och in i Q3. Samtidigt fortsatte konsumentförsäljningen att öka. Under kvartalet såldes rekordhög 5,8 miljoner enheter ut från de stora nordiska dagligvarukedjorna, +29 % y-o-y, medan volymen mätt i vikt ökade 22 % till 792 ton. Den svagare utvecklingen i Norden var koncentrerad till Sverige, där omsättningen minskade 25,4 %, medan Norge, Danmark och Finland fortsatt växte. Samtidigt har Dellias marknadsandel i värde stärkts sekventiellt i samtliga nordiska marknader och bolaget har behållit sin premiumposition trots att flera konkurrenter kommit in på lägre prisnivåer. I Sverige stod Dellia dock endast för omkring 1 % av kategoritillväxten under Q2. Mot bakgrund av högre DVH-lager och ett mer konkurrenssatt marknadsläge sänkte bolaget i augusti sin nordiska omsättningsprognos för 2026 från cirka 810 MNOK till cirka 650 MNOK.

Europa blir viktigare när den nordiska tillväxten normaliserar

Pan-Europe växte 187,4 % y-o-y till 9,8 MNOK i Q2, fortfarande från låga nivåer men med tydligt förbättrad kommersiell traction. Under sommaren har Dellia bland annat säkrat en ny tremånadersperiod med Tesco i cirka 290 butiker, listningar hos Sainsbury's i upp till 490 butiker samt uttrullningar hos REWE, EDEKA och HIT i Tyskland och BILLA i Österrike. Storbritannien, DACH och Benelux har därmed utvecklats till de tydligaste drivarna i den europeiska expansionen. Pan-Europe är dock fortsatt i en uppbyggnadsfas och det återstår att visa att den ökade distributionen kan omsättas i uthållig omsättningstillväxt och lönsamhet. Kirirom väntas samtidigt slutföras i september och blir en central del av Dellia och ger bolaget ökad kontroll över råvaror, produktion och produktutveckling. Förvärvet innebär även en etablerad extern kundbas och en produktionsplattform för fortsatt internationell expansion, men också en betydligt mer komplex koncernstruktur.

Sänkta estimat efter reviderad outlook

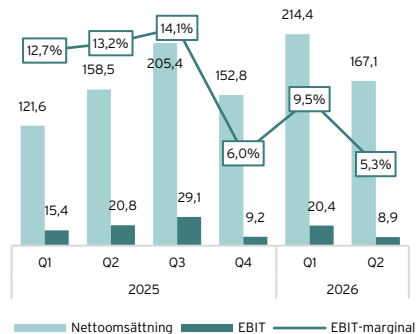
Dellia sänkte den 12 augusti sin omsättningsprognos för 2026 till 750-800 MNOK exklusive Kirirom, från tidigare 910-960 MNOK. Hela revideringen avser Norden, medan prognoserna om 50-100 MNOK i Pan-Europe och cirka 50 MNOK i Asien lämnades oförändrade. Mot bakgrund av den sänkta guidningen justerar vi ned våra omsättningsestimater för både 2026e och 2027e. Vi räknar fortsatt med en pressad EBIT-marginal under 2026e, då den höga investeringsnivån belastar resultatet. Under 2027e väntar vi oss en tydligare återhämtning i lönsamheten i takt med att Europa skalar, konsultkostnaderna minskar och Kirirom bidrar under ett helt år. På våra estimat handlas aktien till omkring 27x EV/EBIT för 2026e och knappt 12x för 2027e. Vid en värdering om 14x EV/EBIT på våra 2027e-estimater erhålls ett motiverat värde om 28,76 NOK per aktie, motsvarande en potentiell uppsida om cirka 20,4 % från 23,90 NOK. Osäkerheten i estimaten har dock ökat tydligt, då en större del av den framtida tillväxten nu förutsätts framgångsrik expansion i Europa och Asien samtidigt som Norden behöver stabiliseras. Styrelsen har dessutom, efter flera oombedda intresseförfrågningar, engagerat Pareto Securities som exklusiv finansiell rådgivare för att utvärdera strategiska alternativ. Processen kan bland annat omfatta en försäljning av bolaget eller tillgångar, fusion, kapitalanskaffning eller strategiskt partnerskap, men det finns i nuläget ingen garanti för att processen leder till någon transaktion.

(MNOK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	105,9	266,0	638,3	834,6	1188,3
Tillväxt y-o-y	100,0%	151,2%	140,0%	30,8%	42,4%
Bruttoresultat	38,7	87,5	219,4	300,8	414,6
Bruttomarginal	36,5%	32,9%	34,4%	36,0%	34,9%
Rörelsekostnader	-33,8	-73,5	-142,3	-247,2	-292,7
Tillväxt y-o-y	204,5%	117,5%	93,7%	73,7%	18,4%
EBITDA	4,9	14,0	77,1	53,6	121,9
EBITDA-marginal	4,6%	5,3%	12,1%	6,4%	10,3%
EV/EBITDA	242,8	85,0	15,4	22,2	9,8
Av- och nedskrivningar	-0,9	-1,4	-2,6	-10,0	-23,0
EBIT	4,0	12,6	74,5	43,6	98,9
EBIT-marginal	3,7%	4,7%	11,7%	5,2%	8,3%
EV/EBIT	297,4	94,4	16,0	27,3	12,0
EV/EBIT, inkl kassauppygg.	-	-	-	27,3	11,7

VD	Jan Storli Eriksen
Lista	OB Match
Ticker	DELIA
Aktiekurs (NOK)	23,90
Antal aktier (Miljoner)	46,16*
Börsvärde (MNOK)	1 103,3*
Nettoskuld (MNOK)	86,4*
EV (MNOK)	1189,7*
Insiderägande	27,0 %
Nästa rapport	2026-11-27

* justerat för förvärvet av Kirirom och markinköp

Helårsutveckling



Analysiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling sedan notering

Kursutveckling %	1 m	3 m	Max
Dellia	-12,9	-24,8	+14,5

Kort om bolaget

Dellia är ett snabbväxande norskt konsumentvarubolag inom torkad premiumfrukt och fruktbaserade snacks, med mango som den största och mest betydande kategorin. Bolaget utvecklar och säljer produkter baserade på bland annat mango, ananas och dadlar. Kärnmarknaden är Norden, där Dellia har etablerat en stark marknadsposition, medan bolaget parallellt bygger upp verksamheten i framför allt Europa och Asien.

Produktportföljen samlas under huvudvarumärket Sunshine Delights och omfattar bland annat naturell och chokladdoppad torkad frukt, fruktmixar och smaksatta dadlar. Dellia har vuxit genom ökad distribution, produktutveckling och stark synlighet i butik, samtidigt som sortimentet successivt breddats från torkad mango mot en bredare position inom fruktbaserade snacks.

Affärsmodellen bygger på produktutveckling, varumärkesbyggande och distribution i kombination med produktion och sourcing i Asien. Vid slutförandet av det avtalade förvärvet av Kirirom i Kambodja ökar den vertikala integrationen betydligt, vilket väntas ge bättre kontroll över råvaror, kvalitet, produktionskapacitet och kostnader. Kirirom tillför även en etablerad extern private label-verksamhet och skapar en bredare produktionsplattform för Dellias fortsatta internationella expansion.

Investeringscase

1. Ledande position i ett växande snacksegment

Dellia har etablerat en stark position inom torkad premiumfrukt i Norden och varit en viktig drivkraft bakom kategorins tillväxt. Konsumentefterfrågan är fortsatt stark, även om marknaden mognat och konkurrensen ökat.

2. Bevisad modell som nu testas internationellt

Bolaget har visat att modellen fungerar i Norden genom bred distribution, hög försäljningsrotation och återkommande produktlanseringar. Nästa steg är att bevisa att samma modell kan skalas lönsamt i Europa, där nya listningar i framför allt Storbritannien och DACH ger stöd för fortsatt tillväxt.

3. Sunshine Delights utvecklas till en bredare snacksplattform

Portföljen samlas under Sunshine Delights och breddas från torkad mango till bland annat fruktmixar, chokladdoppad frukt och smaksatta dadlar. Det stärker varumärket och ökar den långsiktiga adresserbara marknaden.

4. Kirirom stärker kontroll och marginalpotential

Förvärvet av Kirirom ökar den vertikala integrationen och ger bättre kontroll över råvaror, produktion, kvalitet och kapacitet. Mer produktion kan flyttas in-house, samtidigt som Kirirom tillför en växande extern private label-verksamhet och en bredare produktionsplattform.

5. Starka positioner i dagligvaruhandeln skapar inträdesbarriärer

Centraliserade sortimentsbeslut, begränsat hyllutrymme och krav på dokumenterad försäljning gynnar etablerade aktörer. Dellias distribution och relationer med kedjorna är en styrka, även om utvecklingen under 2026 visar att konkurrensrisken inte ska underskattas.

6. Stor internationell potential, men tydlig exekveringsrisk

Europa växer snabbt från en låg bas och flera större utrullningar sker under H2'26. Verksamheten är dock ännu förlustbringande och det återstår att visa att nya listningar kan generera tillräcklig försäljning per butik för att skapa uthållig lönsamhet.

7. Betydande operationell hävstång om expansionen lyckas

2026 präglas av höga investeringar i organisation, marknadsföring och internationell expansion. Från 2027 finns potential till tydligt högre lönsamhet när kostnadsbasen skalas över större volymer, Europa bidrar mer och Kirirom integreras. Caset kräver dock att Norden stabiliseras och att Europa och Asien successivt tar över en större del av tillväxten.

Motargument

1. Ökad konkurrens och mer mogen nordisk marknad

Konkurrensen inom torkad frukt har ökat, framför allt i Sverige, där fler varumärken och produkter konkurrerar om samma hyllutrymme och sekundärplaceringar. En mer mogen kategori kan innebära lägre tillväxt, högre marknadsföringskostnader och ökad prispress, vilket kan göra det svårare för Dellia att försvara både marknadsandelar och marginaler.

2. Risk att den nordiska efterfrågan normaliseras snabbare än väntat

Dellias historiska tillväxt har varit mycket hög och den underliggande konsumentefterfrågan är fortsatt stark. Samtidigt har skillnaden mellan sell-in och sell-out blivit tydlig under 2026, där höga lagernivåer hos återförsäljarna dämpat nya order. Om kategoritillväxten bromsar ytterligare eller lagernormaliseringen tar längre tid kan Norden utvecklas svagare än våra estimat.

3. Europa och Asien är ännu inte bevisade tillväxtmotorer

Dellia har säkrat flera nya listningar i Europa, men verksamheten är fortfarande i uppbyggnadsfas och Pan-Europe är ännu förlustbringande. Det återstår att visa att nya listningar kan generera tillräcklig försäljning per butik för att bära den lokala kostnadsbasen. Även utvecklingen i Asien är fortsatt tidig. Om expansionen tar längre tid än väntat kan både tillväxt och lönsamhet bli lägre än i våra prognoser.

4. Kvalitetsrisk är central för varumärket

Dellias position bygger i hög grad på smak och jämn produktkvalitet. Variationer i råvaror, produktion eller leveranser kan påverka smak, konsistens och utseende och därmed konsumenternas förtroende, återköp och relationerna med dagligvarukedjorna.

5. Råvaru-, skörde- och klimatrisker

Tillgången på frukt är beroende av skördar och odlingsförhållanden i producentländerna. Torka, kraftiga regn eller andra störningar kan påverka både tillgång och kvalitet och leda till högre råvarukostnader, vilket kan pressa bruttomarginalen.

6. Valuta, geopolitik och leveranskedja

Dellia har betydande sourcing och produktion i Asien och är därför exponerat mot valuta, handelshinder, geopolitiska störningar och förändrade transportkostnader. Prisjusteringar mot dagligvaruhandeln kan dessutom ske med fördröjning, vilket innebär att kostnadsökningar kan belasta marginalerna innan de kan kompenseras.

7. Kirirom ökar både potentialen och genomföranderisken

Kirirom ger Dellia större kontroll över värdekedjan och potential till högre marginaler, men innebär samtidigt att bolaget tar över en betydligt mer komplex produktionsverksamhet. Integrationen, investeringarna och övergången till mer in-house-produktion kan ta längre tid eller bli dyrare än väntat. Det finns även begränsad offentlig information om Kiriroms historiska lönsamhet, vilket gör de framtida resultatbidragen mer osäkra.

Rekordhög sell-out trots svagare tillväxt i Norden

Nettoomsättningen uppgick till 167,1 MNOK (158,5) i Q2'26, motsvarande en tillväxt om 5,4 %. Utfallet var redan kommunicerat i Dellias trading update den 12 augusti, då bolaget även sänkte helårsprognosen för 2026. Efter rekordhög försäljning till nordiska DVH-kunder i Q1 byggdes lagernivåerna upp, vilket dämpade nya beställningar under Q2 och även in i Q3. Därtill har konkurrensen fortsatt att öka. Dellia sänkte därför helårsprognosen för Norden från cirka 810 MNOK till cirka 650 MNOK, motsvarande cirka 12 % tillväxt y-o-y, medan prognoserna för Pan-Europe och Asia lämnades oförändrade. Koncernens prognos exklusive Kirirom sänktes från 910-960 MNOK till 750-800 MNOK.

Den svagare sell-in-utvecklingen står dock i tydlig kontrast till konsumentförsäljningen. Under Q2 såldes rekordhög 5,8 miljoner enheter ut från de stora nordiska dagligvarukedjorna, +29 % y-o-y, medan volymen mätt i vikt ökade 22 % till 792 ton. För H1'26 uppgick sell-out till 11,3 miljoner enheter och 1 569 ton, motsvarande ökningar om 35 respektive 31 %. Utvecklingen talar för att den svagare omsättningen främst speglar högre DVH-lager och förändrade ordernummer snarare än en försämring i konsumentefterfrågan.

Norden förblev koncernens största marknad men omsättningen minskade något y-o-y, där tillväxt i Norge, Danmark och Finland motverkades av en svagare utveckling i Sverige. Konkurrenten är tydligast i Sverige, där fler produkter och aktörer kommit in samtidigt som kampen om hyllutrymme och exponering hårdnat. Dellia stod endast för omkring 1 % av kategoritillväxten i Sverige under Q2, men marknadsandelen i värde har vänt upp de senaste kvartalen och stärktes ytterligare i juli. Bolaget har dessutom behållit sin premiumposition trots lägre prisnivåer hos flera konkurrenter.

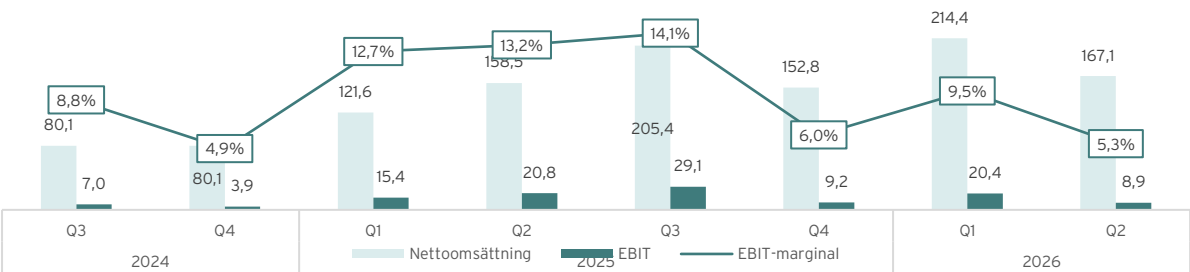
Bruttovinsten uppgick till 68,7 MNOK (55,6), motsvarande en bruttomarginal om 41,1 % (35,1). Förbättringen drevs främst av gynnsammare USD-kurser, inga flygfraktkostnader samt förbättrad logistik och skala. EBIT uppgick till 8,9 MNOK (20,8), motsvarande en marginal om 5,3 % (13,2). Lönsamheten pressades av medvetet högre investeringar i bland annat varumärkesbyggande, fältsäljare, produktutveckling, system och organisation. Finansiella konsulter och Kirirom-relaterade kostnader uppgick till 7,8 MNOK i Q2 och 12,5 MNOK under H1. Kostnaderna väntas fortsätta påverka lönsamheten under 2026, medan bolaget från Q1'27 räknar med att investeringarna i ökande grad ska bidra till både högre intäkter och EBIT.

Europa tog under kvartalet en allt större roll som nästa tillväxtmotor. Pan-Europe växte kraftigt från en låg bas och prognosen om 50-100 MNOK för helåret kvarstår. I Storbritannien går Tesco vidare med en ny tremånaders testperiod i cirka 290 butiker och Dellia har även säkrat permanenta listningar för tre produkter hos Sainsbury's i upp till 490 butiker från Q4. I Tyskland har bolaget rullat ut fyra centralt listade produkter i cirka 500 REWE-butiker samt säkrat permanenta listningar i 500 EDEKA-butiker från Q4 och 100 HIT-butiker från september. I Österrike har Dellia kommunicerat en listning i 300 BILLA-butiker från november. Parallellt fortsätter bolaget att förbereda expansion i USA och Kina.

Produktinnovation är fortsatt en viktig del av strategin, där Dippies växte kraftigt under Q2 och Sunshine Delights-dadlar rullas ut i Norden under H2 samt hos Sainsbury's i Storbritannien. Kirirom-förvärvet väntas slutföras i september och blir centralt för Dellias ambition att skapa en mer integrerad plattform mellan produktutvecklingen i Oslo, organisationen i Shanghai och produktionen i Kambodja.

Q2'26 markerar därmed ett tydligt skifte i Dellias utveckling. Norden växer långsammare från en större bas och högre DVH-lager har pressat sell-in, medan rekordhög sell-out visar att konsumentefterfrågan fortsatt är stark. Fokus flyttas mot att försvara positionen i Norden och bygga Europa som nästa tillväxtplattform. På kort sikt innebär det en högre kostnadsbas och pressad EBIT, men ledningen räknar med tydligare finansiell effekt från 2027. Därutöver har styrelsen, efter flera oömbdda intresseförfrågningar, engagerat Pareto Securities som exklusiv finansiell rådgivare för att utvärdera strategiska alternativ. De centrala frågorna framåt blir hur snabbt DVH-lagren normaliserats, om Dellia kan fortsätta växa sell-out och försvara marknadsandelarna i Norden, hur snabbt de europeiska listningarna kan skalas samt om den höga bruttomarginalen kan bibehållas.

Nettoomsättning, EBIT och EBIT-marginal, kvartalsvis 2024-2026



Estimat vs utfall

Utfallet i Q2'26 avvек tydligt från våra estimat. Nettoomsättningen uppgick till 167,1 MNOK jämfört med vårt estimat om 216,0 MNOK, medan EBIT uppgick till 8,9 MNOK mot förväntade 19,7 MNOK. Avvikelsen speglar framför allt en betydligt svagare utveckling i Norden än vi hade räknat med, där höga lagernivåer hos DVH-kunder efter det starka Q1 och en mer konkurrensutsatt marknad dämpade nya order. Vår prognosbild byggde i hög grad på den starka utvecklingen i Q1 och den dåvarande helårsguidningen, vilket i efterhand visade sig ge en alltför optimistisk bild av utvecklingen under resterande del av året. Lönsamheten påverkades dessutom av 7,8 MNOK i finansiella konsultkostnader och Kirirom-relaterade kostnader under kvartalet, vilket förstärkte avvikelsen på EBIT-nivå. Mot bakgrund av den reviderade guidningen och den förändrade tillväxtbilden i Norden har vi justerat våra estimat för kommande kvartal och år.

Estimat vs utfall Q2'26

	Q2'26E	Q2'26A	Δ
Nettoomsättning	216,0	167,1	-22,6%
Tillväxt y-o-y	36,3%	5,4%	-30,9pp
Bruttoresultat	73,2	68,7	-6,1%
Bruttomarginal	33,9%	41,1%	+7,2pp
EBIT	19,7	8,9	-54,8%
EBIT-marginal	9,1%	5,3%	-3,8pp

Rekordhög sell-out trots svagare sell-in

Nettoomsättningen uppgick till 167,1 MNOK (158,5) i Q2'26, motsvarande en tillväxt om 5,4 %. Efter rekordhöga leveranser till nordiska DVH-kunder i Q1 byggdes lagernivåerna hos kunderna upp, vilket dämpade nya beställningar under Q2 och även in i Q3. Utvecklingen förstärktes av en mer konkurrenssatt nordisk marknad, där fler varumärken och produkter kommit in i kategorin. För H1'26 uppgick nettoomsättningen till 381,5 MNOK (280,1), motsvarande en tillväxt om 36,2 %. Geografiskt minskade omsättningen i Norden något y-o-y, medan Pan-Europe växte kraftigt från en låg bas och Asia fortsatte att utvecklas positivt. Vi återkommer till den geografiska intäktsfördelningen i nästa avsnitt.

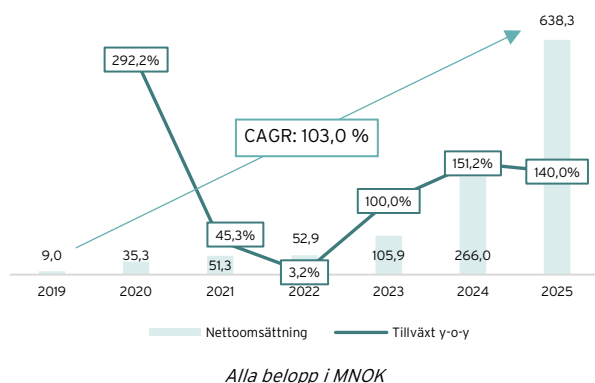
Den svagare omsättningsutvecklingen står dock i tydlig kontrast till försäljningsvolymen ut till konsument. Nettoomsättningen ökade endast 5,4 % y-o-y i Q2, medan antalet sålda konsumentförpackningar i de stora nordiska dagligvarukedjorna ökade 29 % till rekordhöga 5,8 miljoner. Mätt i vikt ökade sell-out 22 % till 792 ton, vilket även det var den högsta kvartalsnivån hittills. För H1'26 uppgick sell-out till 11,3 miljoner förpackningar och 1 569 ton, motsvarande ökningarna om 35 respektive 31 % y-o-y. Det innebär att Dellia redan under årets första sex månader nådde cirka 65 % av hela 2025 års försäljningsvolym räknat i antal förpackningar och cirka 63 % mätt i ton. Volymdata omfattar de stora nordiska dagligvarukedjorna och exkluderar bland annat convenience, travel retail och övriga kanaler.

Skillnaden mellan omsättningstillväxt och volymtillväxt är central för att förstå Q2. Dellia redovisar intäkter när produkterna levereras till DVH, medan sell-out mäter hur mycket konsumenterna faktiskt köper i butik. Att nettoomsättningen ökade 5,4 % medan sell-out ökade 29 % i antal förpackningar och 22 % i ton visar därför på ett tydligt gap mellan sell-in och den underliggande konsumentefterfrågan. Den främsta förklaringen är enligt bolaget de höga DVH-lagren efter det starka Q1, vilket dämpade nya order under Q2. I Norden uppgick omsättningen till 144,0 MNOK (147,0), en minskning om 2,0 % y-o-y, trots fortsatt stigande konsumentvolym.

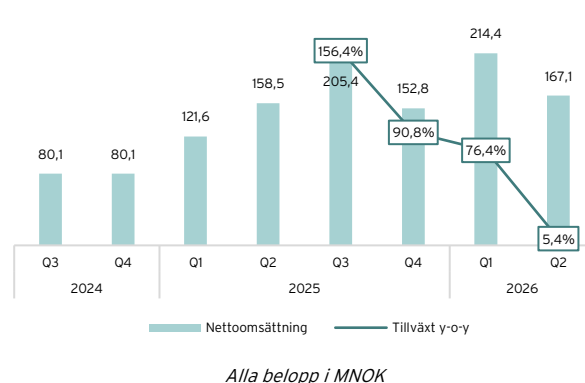
Konkurrensen är däremot en viktig faktor för den framtida försäljningsutvecklingen. Fler produkter och aktörer har kommit in i kategorin, särskilt i Sverige, vilket ökar konkurrensen om hyllutrymme, sekundärplaceringar och konsumenternas uppmärksamhet. Dellia har därför ökat investeringarna i fältsäljare, kampanjer och varumärkesbyggande. Bolaget har behållit sin premiumprispolicy, och ledningen lyfter att marknadsandelen i värde har stärkts under de senaste kvartalen trots att flera nya konkurrenter kommit in på lägre prisnivåer.

Vår bedömning är att sell-out blir en allt viktigare parameter att följa framöver. Efter flera år av mycket stark sell-in-tillväxt går den nordiska verksamheten in i en mer mogen fas där kvartalsvisa order från DVH kan påverkas tydligt av lagerförändringar. Den fortsatt starka volymutvecklingen i konsumentledet är därför positiv och talar för att efterfrågan på Sunshine Delights fortsatt är hög. Den centrala frågan blir hur snabbt DVH-lagren normaliseras och i vilken utsträckning den höga sell-out-volymen åter börjar omsättas i högre sell-in och rapporterad omsättning.

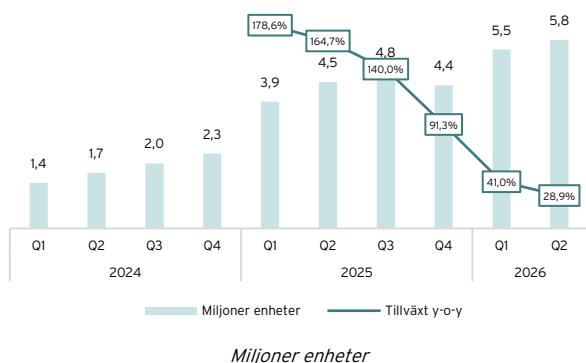
Nettoomsättning och tillväxt, helår 2019-2025



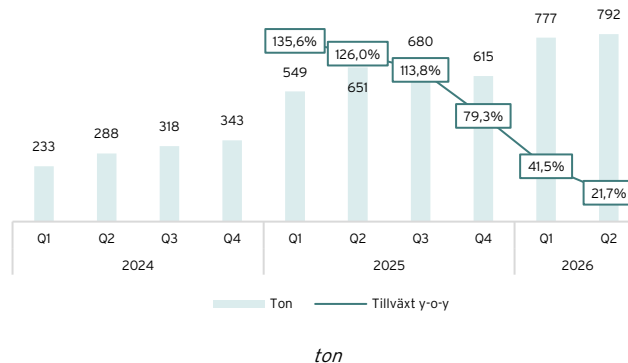
Nettoomsättning och tillväxt, kvartalsvis 2024-2026



Försäljningsvolym kvartalsvis, miljontals enheter



Försäljningsvolym kvartalsvis, ton



Norden svagt då Sverige backar

Den geografiska utvecklingen var betydligt mer tudelad i Q2'26 än under årets första kvartal. Norden stod fortsatt för merparten av Dellias omsättning, men intäkterna i regionen minskade 2,0 % y-o-y till 144,0 MNOK (147,0). Norge ökade 8,0 % till 46,4 MNOK, Danmark 19,0 % till 38,9 MNOK och Finland 34,3 % till 12,3 MNOK. Sverige utvecklades däremot svagt och minskade 25,4 % till 46,4 MNOK (62,2). För H1'26 ökade intäkterna i Norden fortfarande 29,5 % till 338,1 MNOK. Utvecklingen i Sverige förklaras av höga jämförelsetal, högre DVH-lager efter det starka Q1 och en mer konkurrensutsatt marknad. Fler varumärken och produkter har kommit in i kategorin samtidigt som hyllutrymmet varit begränsat. Konsumentförsäljningen utvecklades dock bättre än Dellias rapporterade intäkter, där antalet sålda enheter ökade även i Sverige under kvartalet. I Norge, Danmark och Finland fortsatte både intäkterna och försäljningsvolymerna ut ur butik att utvecklas positivt. Utöver fortsatt utveckling i dagligvaruhandeln finns även tillväxtpotential i andra försäljningskanaler. Omkring 75 % av Dellias nordiska omsättning kommer i dag från de stora dagligvarukedjorna, medan cirka 25 % kommer från bland annat convenience, travel retail och övriga kedjor. Ledningen ser fortsatt potential att utveckla dessa kanaler, vilket innebär att den nordiska tillväxten inte enbart är beroende av ökad försäljning inom DVH.

Utanför Norden fortsatte tillväxten från betydligt lägre nivåer. Pan-Europe ökade 187,4 % till 9,8 MNOK (3,4), medan Asia ökade 64,5 % till 13,3 MNOK (8,1). I Asia drevs utvecklingen främst av private label-försäljning av kosttillskott, medan Dellia parallellt bygger upp försäljningsnärvaro inför lanseringen av Sunshine Delights i Kina. Den mest betydelsefulla förändringen finns dock i Europa, där expansionen blivit betydligt mer konkret. I Storbritannien ledde Tescos sexveckorstest under sommaren till en ny tremånaders testperiod i cirka 290 butiker från oktober. Dellia har dessutom säkrat permanenta listningar för tre produkter hos Sainsbury's i upp till 490 butiker från Q4, medan försäljningen hos Morrisons fortsatt att utvecklas positivt. I Tyskland har Dellia rullat ut fyra centralt listade produkter i cirka 500 REWE-butiker samt säkrat permanenta listningar i 500 EDEKA-butiker från Q4 och 100 HIT-butiker från september. I Österrike har bolaget kommunicerat planerade listningar från Q4, där Jan Storli Eriksen i presentationen uppgav att BILLA omfattar cirka 300 butiker. Storbritannien, DACH och Benelux framstår därmed allt tydligare som de marknader som ska driva den europeiska expansionen. Dellia bygger även upp lokala organisationer i Hamburg och Amsterdam för att stödja utrullningen och butiksexekveringen. Pan-Europe är fortfarande litet i förhållande till totalen, men de nya listningarna ger en betydligt bredare distributionsbas inför 2027. Dellia behåller prognosen om 50-100 MNOK i Pan-Europe under 2026, där ledningen räknar med att huvuddelen av effekten från de nya listningarna kommer under Q4 och framför allt 2027.

Vår bedömning är att Dellias geografiska tillväxtprofil håller på att förändras. Norden kommer fortsatt att vara den klart största marknaden, men efter flera år av mycket hög tillväxt väntas regionen växa mer måttligt framöver. Tillväxtmöjligheterna finns dels inom fortsatt produktinnovation och bättre butiksexponering i DVH, dels genom en bredare utveckling av convenience, travel retail och andra försäljningskanaler. Europa utgår från en betydligt lägre bas, men har nu flera konkreta listningar som kan skapa en andra tillväxtmotor. Det blir därför viktigt att följa om Sverige stabiliseras och återgår till tillväxt samt hur snabbt den ökade distributionen i Europa omsätts i högre intäkter och förbättrad lönsamhet.

Geografisk fördelning

	2024				2025				2026	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q1	Q2
Norge	32,7	26,6	35,0	43,0	58,8	36,1	73,1	46,4		
Sverige	25,4	26,2	39,2	62,2	62,1	52,0	57,6	46,4		
Danmark	17,9	18,3	30,0	32,7	51,2	35,8	47,7	38,9		
Finland	4,0	5,2	9,9	9,1	11,2	12,4	15,7	12,3		
Asien	-	1,4	5,2	8,1	17,8	9,8	10,3	13,3		
Övriga Europa*	0,2	2,3	2,3	3,4	4,4	6,6	10,0	9,8		
	80,1	80,1	121,6	158,5	205,4	152,8	214,4	167,1		

*Pan-Europe består av Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Nederländerna, Italien, Schweiz, Portugal och Spanien.

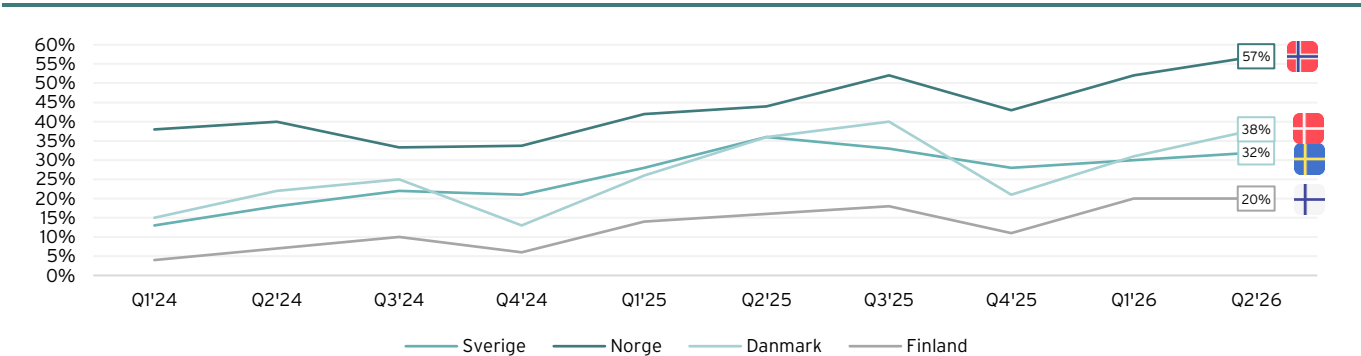
Marknadsandelarna stärks trots hårdare konkurrens

Dellias marknadsandelar i värde stärktes från Q1 till Q2 i samtliga nordiska marknader. Utvecklingen är särskilt intressant mot bakgrund av att konkurrensen fortsatt att öka, med fler varumärken och produkter inom torkad frukt. Enligt Jan Storli Eriksen har flera nya aktörer gått in på lägre prisnivåer, medan Dellia har valt att behålla stabila priser och sin premiumposition. Trots detta har bolagets andel av kategorins försäljningsvärde ökat under de senaste kvartalen.

Sverige är fortsatt den marknad där konkurrensen är tydligast. Dellias marknadsandel i värde ökade från 30 % i Q1'26 till 32 % i Q2'26 och stärktes enligt ledningen med ytterligare omkring en procentenhet i juli. Dellia stod dock endast för omkring 1 % av kategoritillväxten under Q2, vilket visar att den svenska kategorin i betydligt större utsträckning än tidigare växer genom fler aktörer och produkter. Det skiljer sig från Norge, Danmark och Finland, där Dellia fortsatt stod för en stor del av kategoritillväxten. I Norge stod Dellia för 147 % av kategoritillväxten under Q2, vilket innebär att bolagets försäljningstillväxt var större än kategorins totala tillväxt och därmed tog marknadsandelar från övriga aktörer. Motsvarande andel uppgick till omkring 50 % i Danmark och 54 % i Finland. Jan lyfter även kombinationen av hög Rate of Sale och en premiumprisad produkt som viktig för Dellias position gentemot DVH, eftersom ett högt försäljningsvärde per butik och hyllmeter stärker argumentet för fortsatt hyllutrymme och exponering.

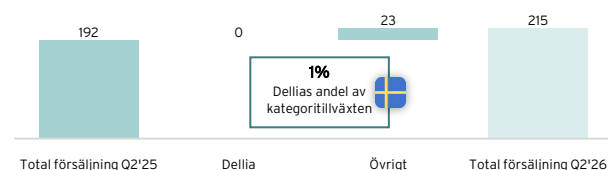
Vår bedömning är att utvecklingen hittills talar för att Dellia lyckats hantera den ökade konkurrensen bättre än vad den svaga sell-in-utvecklingen i Q2 först antyder. Bolaget har bibehållit sin premiumposition och marknadsandelarna i värde har stärkts sekventiellt. Sverige förblir dock den tydligaste utmaningen, där fler konkurrenter nu tar del av kategoritillväxten. Framåt blir det därför viktigt att följa om Dellia kan fortsätta öka sin värdeandel utan att behöva möta konkurrensen genom lägre priser eller en väsentligt högre kampanjintensitet.

Marknadsandelar i Norden, 2024-2026

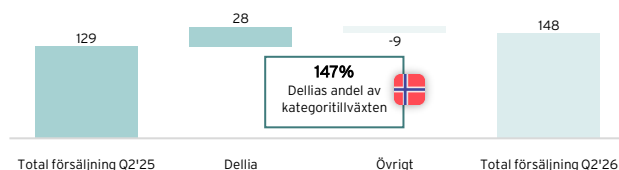


Marknadstillväxt

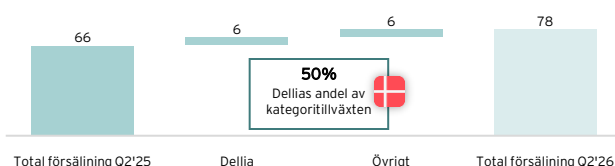
Sverige (MSEK)



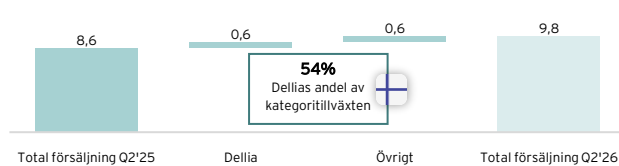
Norge (MNOK)



Danmark (MDKK)



Finland (MEURO)



Bruttomarginalen stärktes kraftigt i Q2

Bruttoresultatet uppgick till 68,7 MNOK (55,6) i Q2'26, motsvarande en ökning om 23,5 % y-o-y. Bruttomarginalen förbättrades samtidigt till 41,1 % (35,1), vilket var klart högre än både jämförelsekvartalet och Q1'26. För H1'26 uppgick bruttoresultatet till 140,7 MNOK (92,7), motsvarande en bruttomarginal om 36,9 % (33,1).

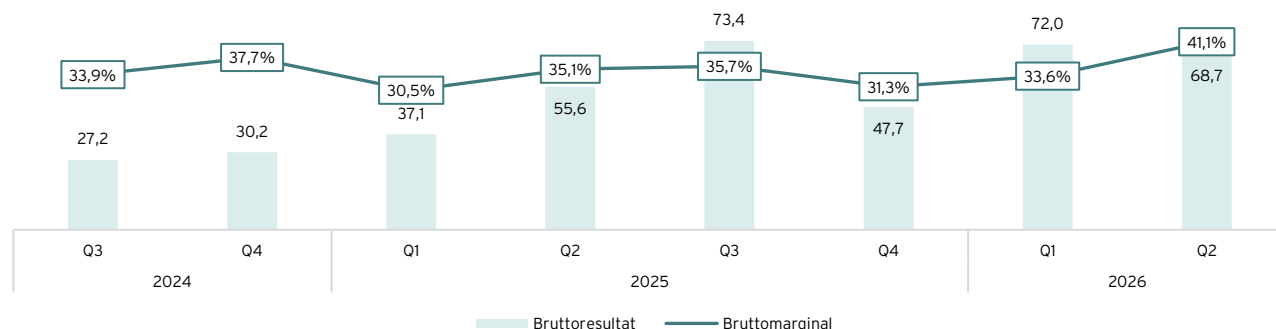
Marginalförbättringen drevs främst av att de varor som såldes under kvartalet hade köpts in till en lägre USD-kurs än under motsvarande period föregående år. Dellia hade inte heller några flygfraktkostnader i Q2, jämfört med cirka 4,2 MNOK i Q2'25 och cirka 6,3 MNOK i Q1'26. Förbättrad logistik och ökade skalfördelar bidrog också positivt. Utvecklingen visar att flera av de faktorer som tidigare belastat bruttomarginalen, framför allt flygfrakt, har minskat betydligt. Den höga bruttomarginalen fick dock även stöd av valutaeffekter och bör därför inte utan vidare extrapoleras. Varorna säljs först en tid efter inköp, vilket innebär att förändringar i USD/NOK slår igenom i bruttomarginalen med viss fördröjning. Q2 gynnades av lägre inköpskurser på de varor som såldes under perioden. Hur stor del av marginalförbättringen som är strukturell respektive valutadriven blir därför en viktig parameter att följa under kommande kvartal.

Bruttomarginalen påverkades dessutom negativt av Dellias ökade investeringar tillsammans med DVH-kunder. Bolaget har intensifierat gemensamma marknadsinitiativ och kampanjer i takt med att konkurrensen om hyllutrymme och exponering ökat, vilket enligt rapporten medfört något lägre försäljningspriser. Det innebär att Dellia hittills lyckats förbättra bruttomarginalen trots högre kommersiell aktivitet för att försvara och stärka positionen i Norden.

Den redovisningsmässiga omklassificeringen av lokala distributionskostnader som infördes i Q1'26 gäller fortsatt. Frakter från lokala lager till butik redovisas numera som övriga rörelsekostnader i stället för kostnad för sålda varor. Förändringen påverkar inte EBIT eller kassaflödet, men innebär att den rapporterade bruttomarginalen är högre än den skulle ha varit enligt den tidigare redovisningsprincipen. Eftersom jämförelsesiffrorna har räknats om påverkar detta dock inte jämförbarheten mellan Q2'26 och Q2'25.

Framåt finns flera faktorer som kan stödja bruttomarginalen. Behovet av flygfrakt har minskat tydligt och Dellia fortsätter att arbeta med effektivare logistik och större skala. Kirirom, som väntas konsolideras efter tillträdet i september, ger dessutom Dellia större kontroll över produktion, råvaror och produktutveckling. Bolaget planerar bland annat att flytta produktionen av persika och ananas till Kirirom för att förbättra kvalitet och kostnadseffektivitet. Vår bedömning är att Q2 visar en tydlig förbättring i den underliggande bruttolönsamheten, framför allt genom lägre flygfrakt, bättre logistik och ökade skalfördelar. Kvartalet fick dock ett tydligt stöd från valuta, medan det ökade konkurrenstrycket innebär att kampanjer och DVH-samarbeten kan fortsätta belasta prisbilden. Valutakurser kan dessutom förändras snabbt och flygfrakt kan åter bli aktuellt vid behov, vilket gör det svårt att extrapolera kvartalets marginal rakt fram. En viktig fråga blir därför om Dellia kan upprätthålla en bruttomarginal kring 40 % över tid, samtidigt som Kirirom integreras och kan ge ytterligare stöd genom ökad kontroll över produktion och kostnader.

Bruttoresultat och marginal, kvartalsvis 2024-2026



Not: Från Q1'26 redovisas lokala distributionskostnader som övriga rörelsekostnader i stället för kostnad för sålda varor. Q1 och Q2 2025 har räknats om enligt samma princip. Övriga historiska kvartal i grafen är inte omräknade och är därför inte fullt jämförbara.

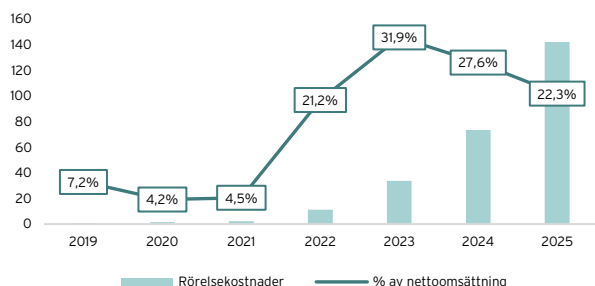
Högre kostnader och pressad lönsamhet under fortsatt investeringsfas

Rörelsekostnaderna exklusive kostnad för sålda varor uppgick till 59,8 MNOK (34,8) i Q2'26. Övriga rörelsekostnader ökade med 17,1 MNOK y-o-y, främst till följd av satsningar på varumärkesbyggande, fältsäljare, produktutveckling och system samt högre konsult- och juristkostnader. Personalkostnaderna ökade med 7,6 MNOK då Dellia fortsatt satsat på att bygga ut organisationen.

Kostnadsökningen är till stor del kopplad till Dellias satsningar inför nästa tillväxtfas. I Norden investerar bolaget mer i Sunshine Delights-varumärket, marknadsföring, fältsäljare och synlighet i butik, medan organisation och lokala säljfunktioner byggs ut för expansionen i Europa. Dellia förstärker även interna funktioner och system för att kunna hantera en större och mer internationell verksamhet. Enligt CFO Sindre Li är en stor del av OPEX försäljningsdriven och väntas öka i takt med intäkterna och investeringarna i varumärket. Den mer fasta delen av kostnadsbasen byggs framför allt upp genom ökade personalkostnader i takt med att Dellia utökar organisationen under 2026.

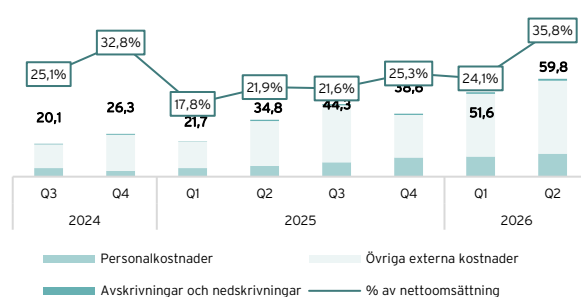
Finansiella konsulter uppgick till 5,4 MNOK och Kirirom-relaterade kostnader till 2,4 MNOK i Q2, totalt 7,8 MNOK. För H1'26 uppgick motsvarande kostnader till 12,5 MNOK. Dellia specificerar inte närmare vilka uppgifter de finansiella konsulterna arbetat med, men kostnaderna ska ses mot bakgrund av att bolaget fortfarande bygger upp interna funktioner och använder externa konsulter under övergångsperioden. Jan Storli Eriksen beskriver situationen som en period med dubbelkostnader, där konsultbehovet successivt ska kunna minska när fler arbetsuppgifter flyttas in i den egna organisationen.

Rörelsekostnader, helår 2019-2025



Alla belopp i MNOK

Rörelsekostnader, kvartalsvis 2024-2026



Alla belopp i MNOK

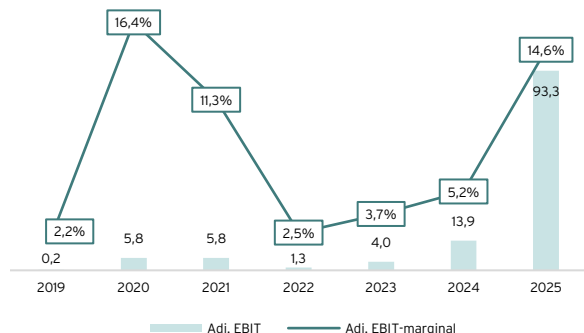
Not: Från Q1'26 redovisas lokala distributionskostnader som övriga rörelsekostnader i stället för kostnad för sålda varor. Q1 och Q2 2025 har räknats om enligt samma princip. Övriga historiska kvartal i grafen är inte omräknade och är därför inte fullt jämförbara.

EBIT uppgick till 8,9 MNOK (20,8) i Q2'26, motsvarande en EBIT-marginal om 5,3 % (13,2). För H1'26 uppgick EBIT till 29,3 MNOK (36,2), motsvarande en marginal om 7,7 % (12,9). Resultatförsämringen förklaras främst av den svagare omsättningsutvecklingen i Norden i kombination med den högre kostnadsbas som byggts upp för varumärkesinvesteringar, kommersiella satsningar, organisation och internationell expansion. Den kraftigt förbättrade bruttomarginalen motverkade delar av kostnadsökningen, men var inte tillräcklig för att upprätthålla föregående års EBIT-nivå.

Dellia redovisar sedan Q1'26 inte längre justerat EBIT, då ledningen bedömer att rapporterat EBIT ger en tillräckligt transparent bild av verksamhetens utveckling. Q2 belastades dock av 5,4 MNOK i kostnader för finansiella konsulter och 2,4 MNOK kopplat till Kirirom, totalt 7,8 MNOK. Exklusive dessa kostnader hade EBIT, allt annat lika, uppgått till cirka 16,7 MNOK, motsvarande en marginal om cirka 10,0 %. För H1'26 uppgick motsvarande kostnader till 12,5 MNOK.

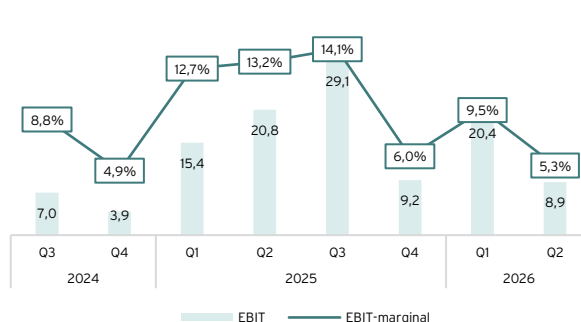
Lönsamhetsbilden har därmed förändrats tydligt jämfört med 2025, då den mycket höga omsättningstillväxten gav betydande operationell hävstång. Under 2026 prioriterar Dellia i högre grad investeringar i Sunshine Delights-varumärket, marknadspositionen i Norden, organisationen och den europeiska expansionen. Ledningen har varit tydlig med att dessa satsningar väntas påverka lönsamheten under resten av året och att fokus ligger på långsiktigt värdeskapande snarare än kortsiktig marginaloptimering. Från Q1'27 räknar bolaget med att investeringarna i ökande grad ska börja bidra till både intäkstillväxt och förbättrad EBIT. Förutsättningarna är bland annat att den europeiska verksamheten skalar, Kirirom integreras och delar av dagens konsultbehov kan tas över av den egna organisationen. Vår bedömning är därför att 2026 fortsatt bör ses som ett investeringsår. Den centrala frågan blir hur snabbt den högre kostnadsbasen kan omsättas i ny tillväxt och förbättrad lönsamhet från 2027, särskilt när tillväxttakten i Norden blivit mer måttlig.

EBIT och marginal, helår 2019-2025



Alla belopp i MNOK

EBIT och marginal, kvartalsvis 2024-2026



Alla belopp i MNOK

Från mangovarumärke till snacksplattform

Dellia har under det senaste året tagit ett tydligt strategiskt kliv genom att samla produktportföljen under Sunshine Delights. Mango, Fruit Fusion, Dippies och de tidigare dadelprodukterna marknadsförs nu under ett gemensamt varumärke, med ambitionen att stärka igenkänningen i butik och utveckla Sunshine Delights till ett bredare varumärke inom better-choice snacking. En gemensam varumärkesplattform innebär även att investeringar i marknadsföring kan stödja hela produktportföljen snarare än enskilda produktserier.



Produktinnovation är fortsatt en viktig del av tillväxtstrategin. Bolaget har breddat Fruit Fusion-sortimentet och relanserar smaksatta dadlar under Sunshine Delights med uppdaterade recept, där nya produkter genomgår blindtester innan lansering. Kirirom har redan använts för att skala upp produktionen av den nya dadelserien. Inom Dippies har produktionskapaciteten samtidigt byggts ut från cirka 2 miljoner till omkring 4 miljoner påsar per månad, vilket ger bättre förutsättningar att möta efterfrågan och utveckla nya varianter.

Vår bedömning är att Sunshine Delights successivt utvecklas från ett varumärke starkt förknippat med mango till en bredare plattform inom snacks och naturliga mellanmål. Dellia arbetar redan med säsong produkter för bland annat jul och påsk och undersöker även närliggande produktkategorier. Kirirom breddar möjligheterna ytterligare genom tillgång till råvaror, produktionskompetens och större flexibilitet i produktutvecklingen, vilket på sikt kan öppna för produkter utanför dagens kärnsortiment.

Kirirom förväntas slutföras i september

Förvärvet av Kirirom är enligt vår bedömning den enskilt viktigaste strategiska händelsen i Dellias historia. Kirirom har under flera år varit bolagets viktigaste produktionspartner för torkad mango. Genom förvärvet tar Dellia kontroll över en central del av värdekedjan och går från att huvudsakligen vara ett varumärkes- och distributionsbolag till en vertikalt integrerad snacksaktör med egen produktion, sourcing och produktutveckling. Dellia beskriver Kirirom som en central del i den skalbara affärsmodellen, där produktutveckling i Oslo kombineras med sourcing och koordinering i Shanghai, produktion i Kambodja och försäljning på flera marknader.

Kirirom är samtidigt en betydande verksamhet även utanför Dellia. Omsättningen ökade från cirka USD 17m 2024 till USD 38m 2025 och väntas uppgå till omkring USD 50m under 2026. Den externa private label-verksamheten stod för cirka USD 12m under 2025 och väntas mer än fördubblas till över USD 24m under 2026. Det innebär att den externa verksamheten väntas stå för närmare hälften av Kiriroms omsättning under 2026. Kirirom ger därmed inte bara Dellia produktionskapacitet utan även en etablerad internationell B2B-verksamhet.

Anläggningen har en årlig kapacitet om cirka 12 000 ton torkad mango och ger betydande utrymme för fortsatt tillväxt. Förvärvet stärker även kontrollen över råvaruförsörjning, kvalitet och industrialisering av nya produkter. Kirirom har redan använts för att skala upp produktionen av nya produkter och den integrerade modellen väntas kunna förkorta tiden från produktidé till storskalig kommersiell produktion.

Slutförandet av transaktionen väntas nu ske i september 2026. Förseningen från den ursprungliga planen om Q2 är främst kopplad till regulatoriska godkännanden och färdigställandet av marktruststrukturen i Kambodja. Detta förändrar enligt vår bedömning inte den strategiska logiken i affären, men innebär att Kirirom konsolideras senare än vad som ursprungligen planerades.

Vår bedömning är att Kirirom på sikt kan bidra till både högre tillväxt, bättre marginaler och lägre leverantörsrisk. Förvärvet innebär samtidigt en tydlig ökning av koncernens operativa komplexitet, då Dellia går från en relativt kapital- och organisationslätt modell till att även kontrollera en omfattande produktionsverksamhet med sourcing, jordbruksrelationer och flera tusen anställda under högsäsong. Dellia befinner sig därför fortfarande i en integrations- och investeringsfas, och ledningen räknar med att de finansiella effekterna av dagens satsning blir allt tydligare från 2027. Kirirom bör därför främst ses som en långsiktig förstärkning av affärsmodellen snarare än en omedelbar resultatkatalsator.

Geografisk expansion med allt tydligare proof of concept

Efter att ha etablerat en stark position i Norden arbetar Dellia med att replikera sin distributionsmodell på betydligt större internationella marknader. Strategin bygger på att först etablera produkterna i ett begränsat antal butiker, följa försäljningstakten och därefter bredda distributionen när produkterna bevisat sin efterfrågan. Under Q2 och början av Q3 har flera sådana tester övergått i bredare listningar, framför allt i Storbritannien, DACH-regionen och Benelux.

Storbritannien är en av de mest utvecklade marknaderna utanför Norden. Ett sex veckor långt test hos Tesco under juni och juli gav stark försäljning och ledde till ett nytt tremånaderstest i 290 butiker från oktober. Dellia har dessutom säkrat listningar av den nya dadelserien hos Sainsbury's i 250-490 butiker beroende på produkt. Försäljningen hos Morrisons fortsätter samtidigt att utvecklas positivt och uppgick i juli till omkring GBP 35 000 per vecka. Bolaget arbetar även med sekundära placeringar, vilka enligt ledningen kan ge ett betydande försäljningslyft.

Även DACH-regionen har tagit tydliga steg framåt. Dellia har under juli och augusti rullat ut fyra centralt listade produkter i cirka 500 REWE-butiker och har dessutom säkrat permanenta listningar i 500 EDEKA-butiker från Q4 samt 100 HIT-butiker från september. I Österrike har bolaget säkrat en listning hos BILLA i cirka 300 butiker från november. Schweiz fortsätter samtidigt att utvecklas positivt med distribution genom bland annat Coop, Valora, OTTO'S och Lidl. För att stödja expansionen etablerar Dellia ett kontor i Hamburg och har byggt upp en dedikerad fältsäljkår i Tyskland.

Benelux utvecklas parallellt till ytterligare ett fokusområde. Dellia uppger att bolaget har bevisat konceptet hos Dirk och Xenos i Nederländerna och etablerar nu ett lokalt kontor i Amsterdam. I övriga Europa går utvecklingen mer stegvis, med lokala organisationer under uppbyggnad i bland annat Italien och Iberia samt fortsatt arbete mot centrala listningar i Frankrike. Storbritannien, DACH och Benelux framstår som de marknader som i nuläget leder den europeiska expansionen.

Kina och USA befinner sig fortfarande i ett tidigare skede av expansionen. I Kina bygger Dellia successivt upp lokal försäljning och distribution, med stöd från Shanghaiorganisationen som redan fungerar som ett viktigt nav för sourcing, logistik och koordinering. I USA ligger fokus längre fram i tiden, men Kirirom ger en naturlig ingång genom befintliga kundrelationer och erfarenhet av att leverera till den amerikanska marknaden. Ledningen har samtidigt signalerat att USA blir mer aktuellt när den europeiska verksamheten kommit längre och börjat bidra tydligare till koncernens resultat.

Vår bedömning är att utvecklingen under Q2 ger ett tydligare stöd för att Dellias kommersiella modell kan överföras från Norden till större marknader. Pan-Europe ökade omsättningen med 187 % till 9,8 MNOK i Q2 och med 247 % till 19,8 MNOK under H1. Segmentet befinner sig dock fortfarande i en tydlig investeringsfas och redovisade ett EBIT om -3,7 MNOK i Q2 och -5,1 MNOK under H1. Det avgörande framåt blir därför inte enbart hur många nya listningar Dellia kan vinna, utan om försäljningen per butik kan byggas till nivåer som gör Europa till en uthålligt lönsam andra tillväxtmotor.

Balansräkning och kassaflöde

Dellias totala tillgångar uppgick vid utgången av Q2'26 till 533,2 MNOK, jämfört med 575,8 MNOK vid utgången av Q1'26. Anläggningstillgångarna ökade till 26,2 MNOK, främst till följd av nyttjanderättstillgångar kopplade till ökade kontorslokaler i Oslo, medan omsättningstillgångarna minskade till 507,0 MNOK. De största posterna utgjordes av likvida medel om 228,1 MNOK och varulager om 181,7 MNOK, följt av övriga fordringar om 50,6 MNOK och kundfordringar om 46,6 MNOK. Lagret var relativt stabilt jämfört med Q1, medan kundfordringarna minskade kraftigt från 86,6 MNOK. Balansräkningen är fortsatt tydligt rörelsekapitalintensiv, där framför allt lagret innebär en betydande kapitalbindning.

Det egna kapitalet uppgick till 380,1 MNOK, jämfört med 373,1 MNOK vid utgången av Q1'26 och 387,2 MNOK vid årsskiftet. Soliditeten stärktes till 71,3 %, från 64,8 % vid utgången av Q1. Sedan årsskiftet har det egna kapitalet påverkats negativt av utdelningen om 24,8 MNOK, vilket till stor del motverkats av periodens resultat om 23,2 MNOK.

De räntebärande skulderna uppgick till 63,0 MNOK, varav 62,8 MNOK var kortfristiga och 0,2 MNOK långfristiga. Med likvida medel om 228,1 MNOK motsvarar detta en nettokassa exklusive leasing om cirka 165,1 MNOK, jämfört med 117,7 MNOK vid utgången av Q1. Minskningen av skuldsättningen speglar bland annat lägre nyttjande av leverantörsfinansiering och factoring. Efter den genomförda övergången till Nordea är banken, med undantag för ett mindre brittiskt lån, koncernens enda externa finansieringskälla. Finansieringen omfattar bland annat en global cash pool, en trade term loan-facilitet om 120 MNOK samt factoring och fakturafinansiering om sammanlagt 200 MNOK. Samtliga kovenanter var uppfyllda vid kvartalets utgång.

Efter genomförandet av Kirirom-förvärvet väntas nettokassan övergå i nettoskuld. Justerat för Kiriroms nettoskuld om cirka 10 MUSD uppgår köpeskillingen för aktierna till omkring 26 MUSD och erläggs genom 13 MUSD kontant samt aktier i Dellia. I den kontanta köpeskillingen ingår 1 MUSD i förskottsfinansiering kopplad till avstyckningen av 10 hektar mark. Därutöver ska Dellia finansiera det separata markbolaget med 3,9 MUSD för förvärv av ytterligare 39 hektar mark runt fabriken. De totala kontanta betalningarna på och omkring tillträdet väntas därmed uppgå till cirka 16,9 MUSD, före återbetalning av Kiriroms utestående skulder.

Utifrån balansräkningen per Q2'26 och en USD/NOK-kurs om 9,35 motsvarar de totala kontanta betalningarna om 16,9 MUSD cirka 158,0 MNOK. Om Kiriroms nettoskuld om cirka 10 MUSD, motsvarande 93,5 MNOK, samtidigt inkluderas skulle Dellia förenklat gå från en nettokassa exklusive leasing om cirka 165,1 MNOK till en proforma nettoskuld om cirka 86,4 MNOK. Efter balansdagen har Dellia betalat 1,0 MUSD i den tidigare kommunicerade förskottsfinansieringen samt ytterligare 1,95 MUSD av markfinansieringen. Båda betalningarna ingår i de totala 16,9 MUSD och påverkar därför inte denna proformaberäkning, som utgår från balansräkningen per 30 juni.

Nettoskuld efter förvärv av Kirirom och tagna kostnader för mark	
Räntebärande skuld exkl leasing vid utgången av Q2'26	63,0 MNOK
Kiriroms nettoskuld vid förvärv	93,5 MNOK
Total skuld	156,5 MNOK
Likvida medel vid utgången av Q2'26	228,1 MNOK
Kvarvarande kontanta betalningar för Kirirom inkl. mark, pro forma från Q2-balansdagen:	-158,0 MNOK
Totala likvida medel	70,1 MNOK
Nettoskuld	86,4 MNOK

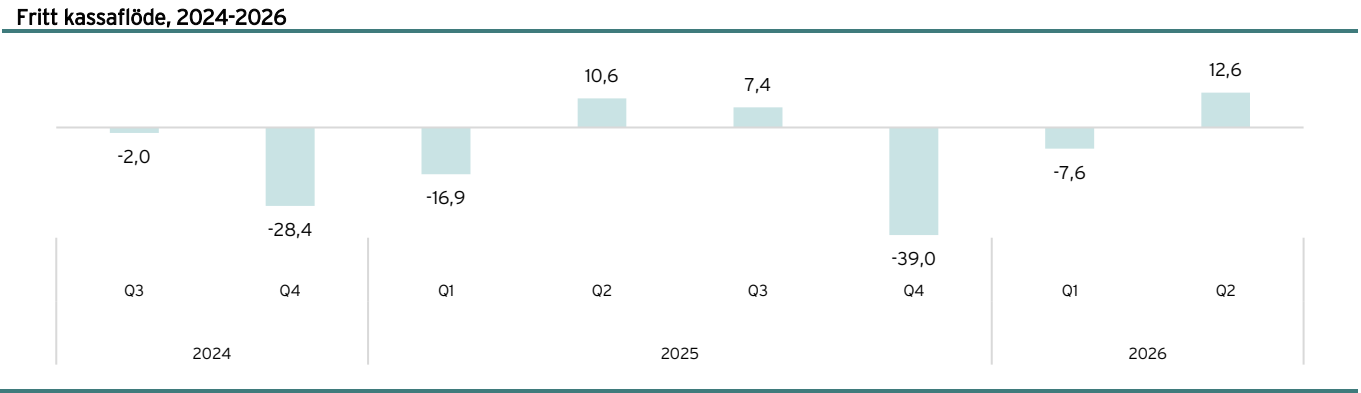
Kassaflödet förbättras trots fortsatt kapitalbindning

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 14,1 MNOK i Q2'26, jämfört med 12,7 MNOK under motsvarande kvartal föregående år. För H1'26 uppgick det operativa kassaflödet till 5,4 MNOK, jämfört med -3,5 MNOK under H1'25. Det fria kassaflödet uppgick samtidigt till 12,6 MNOK i Q2'26, jämfört med -7,6 MNOK i Q1'26 och 10,6 MNOK i Q2'25. Förbättringen under första halvåret förklaras främst av högre bruttovinst och en minskning av kundfordringarna, vilket delvis motverkades av lägre leverantörsskulder och högre betalda skatter.

Rörelsekapitalet gav därmed ett tydligare stöd till kassaflödet än under Q1. Framför allt minskade kundfordringarna under perioden, samtidigt som leverantörsskulderna också föll. Även om lager fortsatt binder betydande kapital innebär utvecklingen att skillnaden mellan redovisat resultat och kassaflöde minskat jämfört med tidigare kvartal.

Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -0,8 MNOK i Q2 och 1,1 MNOK under H1, vilket fortsatt är begränsat i relation till verksamhetens storlek. Kassaflödet från finansieringsverksamheten uppgick samtidigt till -28,9 MNOK i Q2 och -48,8 MNOK under H1, främst till följd av utdelningen om 24,8 MNOK samt minskad användning av factoring och fakturafinansiering.

Vår bedömning är att kassaflödesprofilen förbättrats under Q2, men att rörelsekapital fortsatt är en viktig faktor att följa i takt med att Dellia växer och expanderar internationellt. Särskilt lagerutvecklingen blir central, då affärsmodellen kräver att betydande volymer finansieras innan de når slutkund.



Utsikter inför 2026

Efter ett 2025 präglat av kraftig tillväxt, börsnotering och förvärvsaktivitet har 2026 utvecklats mer blandat. Q1 inleddes starkt, medan Q2 präglades av en tydlig inbromsning i omsättningstillväxten och lägre lönsamhet. Den svagare försäljningen till återförsäljare förklaras främst av högre lagernivåer efter det starka Q1 samt ett mer konkurrenssatt marknadsläge i Norden. Den underliggande konsumentefterfrågan var dock fortsatt stark. Dellia sålde rekordhöga 5,8 miljoner enheter från större nordiska dagligvarubutiker i Q2, +29 % y-o-y, medan volymen mätt i ton ökade med 22 % y-o-y till 792 ton. Skillnaden mellan sell-in och sell-out är därför central för att förstå kvartalet.

Utvecklingen har gjort 2026 till ett tydligare investerings- och genomförandeår. Fokus ligger på att försvara och utveckla positionen i Norden, bygga Sunshine Delights, skala den europeiska verksamheten och förbereda integrationen av Kirirom. Ledningen prioriterar fortsatt långsiktig tillväxt framför kortsiktig marginaloptimering och räknar med att investeringarna påverkar lönsamheten under resten av 2026. Från Q1'27 väntas satsningarna i högre grad börja stödja både omsättningstillväxt och förbättrad EBIT.

Den största förändringen jämfört med början av året är utsikterna för Norden. Efter rekordhög försäljning till återförsäljare i Q1 byggdes lagernivåerna upp hos flera kunder, vilket dämpade nya order under Q2 och även in i Q3. Kategorin har dessutom mognat och fått fler konkurrerande varumärken och produkter. Dellia sänkte därför i augusti sin nordiska omsättningsprognos för 2026 från cirka 810 MNOK till cirka 650 MNOK. Trots den svagare sell-in-utvecklingen fortsätter bolaget att ta marknadsandelar i samtliga nordiska länder under de senaste kvartalen, medan konsumentvolymerna fortsatt växer.

För att stärka den nordiska positionen ökar Dellia investeringarna i varumärkesbyggande, fältsälj, butiksexekvering och produktinnovation. Organisationen byggs också ut för att stödja både den nuvarande verksamheten och fortsatt internationell expansion. En stor del av OPEX är försäljningsdriven och väntas utvecklas med intäkterna och varumärkessatsningarna, medan den mer fasta kostnadsbasen framför allt byggs upp genom fler anställda. Bolaget befinner sig dessutom i en övergångsperiod där interna funktioner byggs upp parallellt med fortsatt användning av externa konsulter, vilket skapar vissa dubbelkostnader under 2026.

Europa har samtidigt tagit tydliga steg mot att bli Dellias framtida tillväxtmotor. Under Q2 och början av Q3 har Dellia fått nya eller utökade listningar hos bland annat Tesco, Sainsbury's, REWE, EDEKA, HIT och BILLA, medan Morrisons och flera marknader i DACH och Benelux fortsatt utvecklas positivt. Pan-Europe är ännu förlustbringande och satsningarna på lokal organisation, distribution och försäljning belastar resultatet, men de kommersiella framstegen stärker enligt vår bedömning sannolikheten för att regionen kan få ett tydligare bidrag från 2027.

Kirirom väntas slutföras i september och är fortsatt den viktigaste strukturella förändringen i affärsmodellen. Förvärvet ger Dellia kontroll över en större del av värdekedjan och skapar en industriell plattform för både den egna produktportföljen och externa kunder. Integrationen kommer dock att kräva resurser under H2, varför vi främst ser de större operativa och finansiella effekterna som en 2027-fråga snarare än en kortsiktig resultatkatalsator.

Vår bedömning är att resten av 2026 framför allt blir ett test av hur väl Dellia kan balansera tre saker: normaliserad tillväxt i Norden, fortsatt snabb kommersiell expansion i Europa och en hög investeringsnivå utan att lönsamheten försvagas mer än nödvändigt. Norden är fortsatt den viktigaste resultatmarknaden, men de kommande kvartalen blir också avgörande för att visa om Europa kan utvecklas till en uthålligt lönsam andra tillväxtmotor. Den tydligaste potentiella förbättringen i caset ligger enligt vår bedömning från 2027, när dagens investeringar börjar bära mer intäkter och kostnadsmixen gradvis normaliseras. Därtill har Dellia anlitat Pareto Securities som exklusiv finansiell rådgivare efter att bolaget mottagit intresse från flera externa parter. Processen kan omfatta bland annat en försäljning av bolaget eller tillgångar, fusion, kapitalanskaffning eller strategiskt partnerskap, men det är i nuläget oklart om processen kommer att leda till någon transaktion.

Trading update och outlook

Den 12 augusti sänkte Dellia sin omsättningsprognos för 2026. Bolaget väntar nu en omsättning om 750-800 MNOK exklusive Kirirom, jämfört med tidigare 910-960 MNOK. Det motsvarar en tillväxt om cirka 18-25 % jämfört med 638 MNOK under 2025. Hela revideringen avser Norden, där prognosen sänktes från cirka 810 MNOK till cirka 650 MNOK. Outlook för Pan-Europe om 50-100 MNOK och Asien om cirka 50 MNOK lämnades oförändrade. Kirirom ingår inte i guidningen, men verksamheten väntas omsätta omkring 50 MUSD under 2026, varav över 24 MUSD från externa kunder.

Outlook för 2026

Norden:	Omsättning om cirka 650 MNOK, motsvarande omkring 12 % tillväxt jämfört med 2025. Den lägre prognosen förklaras av högre lagernivåer hos återförsäljare efter det starka Q1 samt ett mognare och mer konkurrenssatt marknadsläge. Dellia räknar fortsatt med tillväxt genom stark konsumentefterfrågan, nya produkter, bättre butiksexponering, bredare försäljningskanaler och investeringar i Sunshine Delights.
Pan-Europa:	Omsättning om cirka 50-100 MNOK, oförändrat mot tidigare outlook. Tillväxten väntas framför allt drivas av Storbritannien, DACH och Benelux, där flera nya listningar och kommersiella genombrott genomförs under H2. En större del av intäktsökningen väntas under Q4, vilket också bör ge en högre ingående försäljningstakt inför 2027.
Asien:	Omsättning om cirka 50 MNOK, även det oförändrat. Segmentet drivs främst av private label-verksamheten inom kosttillskott, medan Dellia bygger upp försäljningskapacitet inför en bredare etablering av Sunshine Delights i Kina.
Kirirom	Kirirom ingår inte i Dellias reviderade omsättningsguidning om 750-800 MNOK exklusive Kirirom. Transaktionen väntas slutföras i september, varefter verksamheten börjar konsolideras i koncernen. Kirirom väntas samtidigt omsätta omkring 50 MUSD under 2026, jämfört med 38 MUSD under 2025. Den externa private label-verksamheten väntas stå för över 24 MUSD, vilket innebär mer än en fördubbling jämfört med föregående år. Resterande omsättning utgörs i huvudsak av försäljning till Dellia och kommer efter konsolideringen att elimineras på koncernnivå.

Värdering

Key stats			
Antal aktier (miljoner)	43,06	Börsvärde (MNOK)	1 029,2
Aktiekurs (NOK)	23,90	Nettoskuld (MNOK)	-165,1
		Enterprise value (MNOK)	864,1

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	739,7 MNOK	EV/S	1,2
EBITDA	71,2 MNOK	EV/EBITDA	12,1
EBIT	67,5 MNOK	EV/EBIT	12,8
Vinst	49,6 MNOK	P/E	20,8

Nyckeltal			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
35,4%	9,6%	9,1%	6,7%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
-3,0%	-3,2%	13,1%	29,5%

Källa: Börsdata

Peers

I vår relativvärdering av Dellia har vi analyserat ett urval nordiska bolag verksamma inom FMCG och snacks. På rullande tolv månader handlas peer-gruppen till en median om cirka 13,8x EV/EBIT, medan den framåtblickande medianvärderingen uppgår till cirka 11,4x för 2026e och 9,9x för 2027e. Sett över tre år uppgår medianen för EV/EBIT till cirka 13,8x.

Dellias tillväxtprofil har dämpats tydligt efter Q2, framför allt genom den lägre tillväxttakten i Norden och den reviderade helårsguidningen. Samtidigt har bolaget fortsatt en stark marknadsposition i Norden, hög sell-out och en växande internationell distributionsbas. Därtill finns potential till förbättrad lönsamhet när dagens investeringar börjar bära mer intäkter och Kirirom integreras.

På våra estimat handlas Dellia till cirka 27,3x EV/EBIT för 2026e och 11,7x för 2027e. Den höga multiplern för 2026 speglar ett investeringsår med pressad EBIT, medan värderingen faller tydligt på våra 2027-estimater. Mot bakgrund av peer-värderingen, Dellias marknadsposition och den långsiktiga resultatpotentialen bedömer vi att 14x EV/EBIT är en motiverad multipel i vårt basscenario. Värderingen förutsätter samtidigt att Norden stabiliseras och att Europa samt Kirirom börjar bidra tydligare till resultatet.

Peer-grupp, bakåtblickande värdering

	BV	EV	Omsättning		EBITDA		Marginal, R12	EBIT		Marginal, R12
			P/S, R12	Tillväxt, 3år	EV/EBITDA, R12	Tillväxt, 3 år		EV/EBIT, R12	Tillväxt, 3år	
Cloetta	16 451	17 654	1,9	1,2%	12,4	12,0%	16,5%	15,2	16,2%	13,4%
Humble Group	2 554	4 149	0,3	5,2%	neg.	neg.	0,0%	neg.	neg.	neg.
Midsona	1 622	1 939	0,5	-1,8%	5,8	21,7%	9,3%	12,3	76,0%	4,4%
Premium Snacks	447	478	0,7	17,9%	9,6	38,1%	8,2%	13,5	93,5%	5,8%
Raisio K	398	340	1,8	0,9%	10,2	4,4%	14,7%	14,2	7,9%	10,6%
Medel			1,0	4,7%	9,5	19,0%	9,7%	13,8	48,4%	8,6%
Median			0,7	1,2%	9,9	16,8%	9,3%	13,8	46,1%	8,2%

Källa: Börsdata

Peer-grupp, framåtblickande värdering

	EV/EBIT 2026e	EV/EBIT 2027e	EV/EBIT - Snitt 3 år	EBIT-tillväxt, CAGR 3 år	EBIT-marginal - Snitt 3 år
Cloetta	16,0	14,5	13,2	16,2%	11,9%
Humble Group	11,4	8,1	7,9	-202,8%	1,3%
Midsona	8,8	9,9	18,5	76,0%	3,1%
Premium Snacks (Kalqyl est.)	11,0	8,7	16,6	93,5%	5,1%
Raisio K	12,4	10,8	13,8	7,9%	10,6%
Medel	11,9	10,4	14,0	-1,8%	6,4%
Median	11,4	9,9	13,8	16,2%	5,1%
Dellia Group	27,3	12,0	20,4	157,4%	8,5%

Källa: Börsdata

Grund till estimat

Nedan presenteras våra uppdaterade estimat för nettoomsättning och tillväxt per geografisk marknad, vilka utgör grunden för våra prognoser. Efter Q2'26 och den efterföljande trading update har vi gjort relativt stora förändringar jämfört med vår föregående rapportkommentar. Framför allt har vi sänkt våra antaganden för Norden, där bolaget i augusti reviderade sin omsättningsprognos för 2026 från cirka 810 MNOK till cirka 650 MNOK. Bakgrunden är högre lagernivåer hos återförsäljarna efter det starka Q1, vilket dämpat nya order, i kombination med att kategorin mognat och fått fler konkurrerande varumärken och produkter. Den underliggande konsumentefterfrågan har dock fortsatt utvecklats starkt. Vi räknar därför med fortsatt tillväxt i Norden även 2027e, men i en klart lägre takt än under de senaste åren.

För 2026e ligger våra estimat nära bolagets reviderade outlook. Vi prognostiserar cirka 650 MNOK i Norden, 63,8 MNOK i Europa och 50,8 MNOK i Asien, motsvarande en omsättning om 764,6 MNOK exklusive Kirirom. Europa väntas fortsatt växa snabbt från en låg bas, med stöd av nya och utökade listningar i framför allt Storbritannien och DACH. Flera av de större utrullningarna sker först under H2'26 och ledningen bedömer att den tydligare effekten kommer under 2027. I Asien har vi blivit mer försiktiga än tidigare och räknar med en gradvis uppskalning av verksamheten.

Även våra antaganden för Kirirom har förändrats. Tillträdet väntas nu ske i september, vilket begränsar det redovisade bidraget under 2026e. Därutöver räknar vi endast med Kiriroms externa försäljning som tillkommande koncernomsättning, eftersom försäljning mellan Kirirom och Dellia elimineras vid konsolideringen. Vi estimerar därför ett omsättningsbidrag om cirka 70 MNOK under 2026e och 260 MNOK under 2027e, då Kirirom ingår under ett helt verksamhetsår. Prognoserna för Kirirom är samtidigt behäftade med större osäkerhet än för Dellias befintliga verksamhet, då bolaget ännu inte redovisat någon historisk resultaträkning eller separat marginalprofil för verksamheten. Våra antaganden för Kiriroms bruttomarginal och kostnadsbas bygger därför i högre grad på egna estimat. Det är en viktig skillnad mot vår tidigare modell, där Kirirom väntades bidra med 113,4 MNOK under 2026e och Dellias omsättning exklusive Kirirom uppgick till 880 MNOK respektive 1 120 MNOK för 2026e och 2027e.

Sammantaget sänker vi våra omsättningsestimat från 993,4 MNOK till 834,6 MNOK för 2026e och från 1 380,0 MNOK till 1 188,3 MNOK för 2027e. För Dellia exklusive Kirirom räknar vi med en tillväxt om 19,8 % under 2026e och 21,4 % under 2027e. Tillväxtprofilen förändras därmed tydligt jämfört med tidigare, där Norden stod för en större del av den förväntade expansionen. I våra nya estimat blir Europa och Asien successivt viktigare tillväxtmotorer, medan Norden går in i en mer mogen fas. Det ökar även osäkerheten i prognoserna, då det ännu återstår att bevisa att expansionen i Europa och Asien kan kompensera för en lägre tillväxttakt i Norden. Även i Norden finns en risk för att den svagare sell-in-utvecklingen blir mer utdragen än vi räknar med, särskilt om lagernivåerna hos återförsäljarna normaliseras långsammare eller konkurrensen fortsätter att öka.

Vi har även reviderat lönsamhetsprognoserna tydligt. För 2026e räknar vi med att den höga investeringsnivån inom försäljning, marknadsföring och organisation fortsatt pressar resultatet, vilket tillsammans med den svagare omsättningsutvecklingen i Norden innebär en EBIT-marginal om 5,2 %. För 2027e väntas den operationella hävstången förbättras när dagens investeringar bär mer intäkter, Europa bidrar tydligare till resultatet och externa konsulter successivt kan fasas ut. Kirirom väntas dessutom ge effekt genom att mer produktion flyttas in-house. Vi räknar därför med att Dellias bruttomarginal exklusive Kirirom stiger till 38,5 % och att koncernens EBIT-marginal förbättras till 8,3 %. I våra estimat antar vi att Kiriroms externa private label-verksamhet har en lägre bruttomarginal än Dellias varumärkesverksamhet, vilket innebär att koncernens rapporterade bruttomarginal sjunker trots en förbättrad bruttomarginal i Dellias befintliga verksamhet.

Nettoomsättning per geografisk marknad

(MNOK)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
Norge	50,8	67,7	101,1	172,9	218,7	238,2
Sverige	0,0	19,4	87,3	215,5	188,6	192,7
Danmark	1,6	16,1	58,0	149,7	186,6	204,3
Finland	0,0	1,9	15,5	42,6	56,1	65,1
Europa	0,5	0,9	2,6	16,7	63,8	143,0
Asien	0,0	0,0	1,4	41,0	50,8	85,0
Total exkl Kirirom	52,9	105,9	266,0	638,3	764,6	928,3
Kirirom	n/a	n/a	n/a	n/a	70	260
Totalt	52,9	105,9	266,0	638,3	834,6	1188,3
Total exkl Kirirom	52,9	105,9	266,0	638,3	764,6	928,3
Norden	52,4	105,0	261,9	580,7	650,0	700,3

Tillväxt y-o-y per geografisk marknad

(MNOK)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
Norge	n/a	33,2%	49,4%	71,0%	26,5%	8,9%
Sverige	n/a	n/a	351,2%	146,7%	-12,5%	2,2%
Danmark	n/a	894,6%	260,5%	158,1%	24,7%	9,5%
Finland	n/a	n/a	722,5%	175,2%	31,8%	15,9%
Europa	n/a	80,0%	188,9%	542,3%	282,2%	124,1%
Asien	n/a	n/a	n/a	2 759,1%	23,9%	67,3%
Total exkl Kirirom	n/a	100,0%	151,2%	140,0%	19,8%	21,4%
Kirirom	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	271,4%
Totalt	n/a	100,0%	151,2%	140,0%	30,8%	42,4%
Total exkl Kirirom	n/a	100,0%	151,2%	140,0%	19,8%	21,4%
Norden	n/a	100,3%	149,5%	121,7%	11,9%	7,7%

Estimat

Våra estimat för 2026E och 2027E utgår från Dellia inklusive Kirirom från förväntat tillträde i september 2026. Samtliga beräkningar i estimat- och värderingsdelen baseras därför på en pro forma kapitalstruktur efter genomfört Kiriromförvärv. Det innebär att vi justerar för de nya aktier som emitteras som del av köpeskillingen, vilket ger cirka 46,16 miljoner aktier, samt för de kontanta betalningarna och Kiriroms nettoskuld. Utifrån balansräkningen per Q2'26 motsvarar detta en pro forma nettoskuld om cirka 86,4 MNOK efter förvärvet. Därefter justeras den framtida nettoskulden för våra estimat av kassauppbyggnad från det framtida fria kassaflödet.

	2023	2024	2025	2026	2027
Nettoomsättning, Dellia	105,9	266	638,3	764,6	928,3
Tillväxt y-o-y	100,0%	151,2%	140,0%	19,8%	21,4%
Nettoomsättning, Kirirom	-	-	-	70	260
Nettoomsättning	105,9	266	638,3	834,6	1188,3
Tillväxt y-o-y	100,0%	151,2%	140,0%	30,8%	42,4%
Bruttoresultat, Dellia	38,7	87,5	219,4	286,1	357,4
Bruttomarginal, Dellia	36,5%	32,9%	34,4%	37,4%	38,5%
Bruttoresultat, Kirirom	-	-	-	14,7	57,2
Bruttomarginal, Kirirom	-	-	-	21%	22%
Bruttoresultat	38,7	87,5	219,4	300,8	414,6
Bruttomarginal	36,5%	32,9%	34,4%	36,0%	34,9%
OPEX, Dellia	33,8	73,5	142,3	238,0	260,0
OPEX, Kirirom	-	-	-	9,2	32,7
OPEX	33,8	73,5	142,3	247,2	292,7
Tillväxt y-o-y	204,5%	117,5%	93,7%	73,7%	18,4%
EBITDA, Dellia	4,9	14,0	77,1	48,1	97,4
EBITDA-marginal, Dellia	4,6%	5,3%	12,1%	6,3%	10,5%
EBITDA, Kirirom	-	-	-	5,5	24,5
EBITDA-marginal, Kirirom	-	-	-	7,9%	9,4%
EBITDA	4,9	14,0	77,1	53,6	121,9
EBITDA-marginal	4,6%	5,3%	12,1%	6,4%	10,3%
EV/EBITDA	242,8	85,0	15,4	22,2	9,8
Avskrivningar	0,9	1,4	2,6	10,0	23,0
EBIT	4,0	12,6	74,5	43,6	98,9
EBIT-marginal	3,7%	4,7%	11,7%	5,2%	8,3%
EV/EBIT	297,4	94,4	16,0	27,3	12,0

Nedan visar vi våra estimat för fritt kassaflöde. Dellias affärsmodell binder historiskt en relativt stor del kapital i rörelsekapital, framför allt genom lageruppbyggnad i takt med att omsättningen växer. Det har medfört en låg cash conversion trots god resultatutveckling. Även under prognosperioden räknar vi därför med att en betydande del av kassaflödet binds i rörelsekapital, vilket gör att FCF utvecklas svagare än EBIT och EBITDA. Våra estimat är därmed försiktiga och förutsätter endast en gradvis förbättring av kassakonverteringen.

FCF efter leasing	-11,7	-36,6	-38,3	0,0	29,7
FCF/EBIT konvertering				0%	30%
Nettoskuld				86,4	56,7
EV inkl kassauppbyggnad				1189,7	1160,0
EV/EBIT				27,3	11,7

Nedan visas den potentiella avkastningen utifrån våra estimat för 2026E och 2027E vid en värdering om 14x EV/EBIT. På våra estimat för 2027E motsvarar detta ett motiverat värde om 28,76 NOK per aktie, vilket innebär en potentiell uppsida om 20,4 %. Dagens aktiekurs motsvarar samtidigt ungefär 12x EV/EBIT på våra 2027E-estimater, vilket innebär att aktien är nära fullvärderad om marknaden bedömer att en multipel kring 12x är rimlig.

	2023	2024	2025	2026E	2027E
EV/EBIT-multipel				14,0x	14,0x
Est. EBIT				43,6	98,9
Enterprise value				610,5	1384,5
Nettoskuld				86,4	56,7
Börsvärde				524,1	1327,8
Pris per aktie				11,35	28,76
Potentiell avkastning				-52,5%	20,4%

*Motiverat värde per aktie baseras på cirka 46,16 miljoner aktier pro forma efter Kiriromförvärvet.

Kvartalsestimat, 2026

	Q1'26A	Q2'26A	Q3'26E	Q4'26E	FY26E
Nettoomsättning, Dellia	214,4	167,1	200,8	182,3	764,6
Nettoomsättning, Kirirom	0,0	0,0	14,0	56,0	70,0
Nettoomsättning	214,4	167,1	214,8	238,3	834,6
Bruttoresultat, Dellia	72,0	68,7	75,8	69,6	286,1
Bruttoresultat, Kirirom	0,0	0,0	2,9	11,8	14,7
Bruttoresultat	72,0	68,7	78,7	81,4	300,8
Bruttomarginal	33,6%	41,1%	36,6%	34,2%	36,0%
OPEX, Dellia	-50,7	-58,7	-65,0	-63,6	-238,0
OPEX, Kirirom	0,0	0,0	-1,8	-7,4	-9,2
OPEX	-50,7	-58,7	-66,8	-71,0	-247,2
EBITDA	21,3	10,0	11,9	10,4	53,6
EBITDA-marginal	9,9%	6,0%	5,5%	4,4%	6,4%
Avskrivningar	-0,9	-1,1	-3,0	-5,0	-10,0
EBIT	20,4	8,9	8,9	5,4	43,6
EBIT-marginal	9,5%	5,3%	4,1%	2,3%	5,2%

Disclaimer

Kalqyl 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 har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument

Intressekonflikt

Erik Lundberg äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys