Online Brands Nordic

Rapportkommentar Q3’26

2026-11-02

Nettoomsättningen i Q3’26 uppgick till 175,6 MSEK (122,6), motsvarande en tillväxt om 43,2 %. Exklusive Frank Dandy, som konsolideras från den 1 juli, uppgick den organiska tillväxten till 12,6 %. Bruttomarginalen stärktes till 59,8 % (54,6) och EBITDA ökade med 79 % till 19,2 MSEK (10,7), motsvarande en marginal om 10,9 % (8,7). EBITA uppgick till 18,6 MSEK (10,5), utan påverkan från engångsposter. Omsättningen blev 2,7 % lägre än vårt estimat, medan justerat EBITA var 6,3 % högre än väntat. Med Frank Dandy inkluderat uppgår koncernens proformaomsättning på rullande tolv månader till cirka 697 MSEK och EBITDA till 60,2 MSEK, motsvarande en marginal om 8,6 %.

Frank Dandy över förväntan och tydligt underliggande marginallyft

Frank Dandy bidrog med 37,6 MSEK i omsättning och positiv EBITDA under sitt första kvartal i koncernen. I vår intervju uppgav ledningen att verksamheten går långt över förväntan, både försäljnings- och lönsamhetsmässigt, efter ett omfattande arbete med varumärket, en bredare produktportfölj, nya kundgrupper och fler försäljningskanaler. Ledningen prioriterar att utveckla det som redan fungerar på befintliga marknader, medan internationell expansion ger ytterligare möjligheter på sikt. Även den befintliga portföljen utvecklas starkt. EBITDA exklusive Frank Dandy ökade med över 50 % jämfört med Q3’25. Enligt ledningens genomgång kom cirka 4,6 procentenheter av bruttomarginallyftet om 5,2 procentenheter från befintliga bolag, främst genom bättre inköp, större andel egna varumärken och lägre kampanjtryck. Ledningen bedömer att en bruttomarginal kring 60 % är hållbar. Nya AI-relaterade verktyg har dessutom förbättrat marknadsföringseffektiviteten genom mer detaljerad styrning av produkter, marknader och kanaler.

Mogna bolag driver utvecklingen, integrationsbolagen behöver visa resultat

På proformabasis ökade de mogna bolagens försäljning med 26,9 % till 407,3 MSEK under januari–september, medan EBITDA mer än fördubblades till 53,9 MSEK (20,2), motsvarande en marginal om 13,2 %. Frank Dandy och Trendcarpet lyfts särskilt fram, även om utvecklingen enligt ledningen är stark i merparten av de mogna bolagen. Tillväxt/Integration utvecklas mer gradvis, med en försäljningsökning om 3,2 % och oförändrad EBITDA om -1,8 MSEK under samma period. Avmattningen i koncernens organiska tillväxt från 17,8 % i Q2 till 12,6 % i Q3 hänförs enligt ledningen helt till denna grupp, där marknadsföringen medvetet hållits tillbaka för att prioritera lönsamhet och slutföra integrationen. Marknadsinsatserna har nu börjat öka igen. Förbättringar väntas under Q4, men tyngdpunkten har förskjutits mot Q1’27. Enligt ledningen är bolagen lönsamma på run rate-basis, medan kostnader för redan fattade beslut fortfarande belastar resultaten. GetCamping, Reforma och Tanrevel erbjuder därmed fortsatt resultatpotential, men förbättringen behöver också bli synlig i de redovisade siffrorna.

Outlook

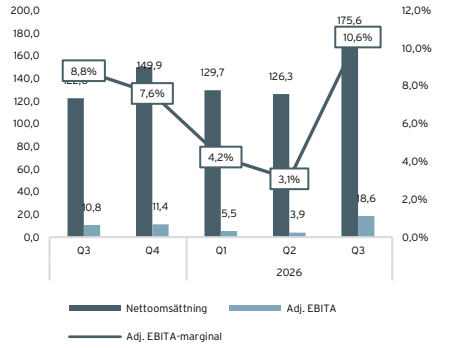
Vi bedömer att Q3 ger tydligare stöd för koncernens förmåga att kombinera tillväxt med högre lönsamhet. Ledningen beskriver en positiv start på Q4. Vi räknar med en EBITDA-marginal om 11,2 % i Q4’26E och 10,0 % för helåret 2027E, i nivå med bolagets marginalmål. Estimaten bygger på att integrationsbolagen förbättras och att försäljningen kan växa snabbare än rörelsekostnaderna. Kassaflödet blir också centralt under årets avslutning. Lageruppbyggnaden belastade kassaflödet från den löpande verksamheten, som uppgick till -4,4 MSEK (2,0) i Q3. Ledningen beskriver lagret som hälsosamt och har höga förhoppningar om att nå minst fjolårets proformakassaflöde från den löpande verksamheten om 57,8 MSEK i Q4. Vi räknar med ett fritt kassaflöde efter investeringar om 60 MSEK. Nettoskulden om 60,3 MSEK motsvarar cirka 1,0x proforma EBITDA och ger utrymme för fortsatta förvärv. I våra estimat antar vi ett förvärv med tillträde den 1 januari 2027, en årsomsättning om 100 MSEK och en EBITA-marginal om 8 %. Både affären och tidpunkten är våra antaganden. Eftersom aktien handlas nära vårt motiverade värde för 2026E, cirka 20,1 SEK, lägger vi huvudvikten vid 2027E, där aktien handlas till cirka 7x EBITA på våra estimat. Vid vår värderingsmultipel om 12x EBITA uppgår det motiverade värdet till cirka 36,2 SEK per aktie, motsvarande en potentiell uppsida om cirka 86 % från 19,50 SEK. Det förutsätter fortsatt organisk tillväxt, att förvärvet genomförs och att förbättringen i integrationsbolagen och lagerfrigörelsen realiseras.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	**301,1**	**365,2**	**469,9**	**653,2**	**927,8**
Tillväxt y-o-y	*5,0%*	*21,3%*	*28,7%*	*39,0%*	*42,0%*
- varav organiskt	*n/a*	*n/a*	n/a	*20,4%*	*13,0%*
- varav förvärv	*n/a*	*n/a*	n/a	*18,6%*	*29,0%*
Summa intäkter	**315,6**	**367,9**	**475,9**	**656,5**	**931,8**
EV/S	*2,1*	*1,7*	*1,3*	*1,0*	*0,7*
Bruttoresultat	**181,9**	**224,0**	**264,4**	**389,2**	**559,6**
Bruttomarginal	*60,4%*	*61,3%*	*56,3%*	*59,6%*	*60,3%*
Tillväxt y-o-y	*8,5%*	*23,1%*	*18,1%*	*47,2%*	*43,8%*
Rörelsekostnader	**-182,6**	**-204,5**	**-251,4**	**-338,4**	**-470,8**
Tillväxt y-o-y	*7,7%*	*12,0%*	*23,0%*	*34,6%*	*39,1%*
Materiella avskrivningar	-1,2	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0
EBITA	**12,6**	**21,5**	**18,0**	**52,3**	**90,8**
EBITA-marginal	*4,2%*	*5,9%*	3,8%	8,0%	9,8%
EV/EBITA	49,5	29,0	34,6	11,9	6,9
Justerat EV/EBITA	*n/a*	*n/a*	*n/a*	11,7	6,7

VD	Magnus Skoglund
Styrelseordförande	David Rönnberg
Lista	First North
Ticker	OBAB
Aktiekurs (SEK)	19,50
Antal aktier (Miljoner)*	28,9
Börsvärde (MSEK)*	562,8
Nettoskuld (MSEK)	60,3
EV (MSEK)*	623,1
Insiderägande	56,4%
Nästa rapport	2027-02-12

**Efter emission*

Kvartalsutveckling

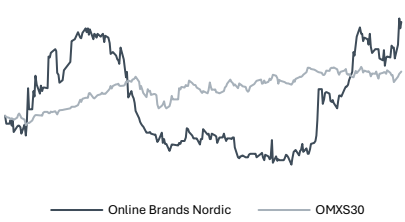


Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling senaste 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Online Brands	+8,3	+63,2%	+49,4

Kort om Online Brands

Online Brands Nordic är en snabbväxande e-handelskoncern noterad på Nasdaq First North Growth Market. Bolaget utvecklar befintliga verksamheter, bygger nya varumärken organiskt och genomför strategiska förvärv av lönsamma nischade e-handelsbolag med starka varumärken. Koncernen omfattar totalt tio etablerade dotterbolag samt ett nystartat. Koncernen kombinerar industriell kompetens, entreprenörskap och finansiell erfarenhet, med en styrelse och ledning som har dokumenterad erfarenhet av att bygga och driva framgångsrika e-handelsbolag. Detta stärker förmågan att identifiera, förvärva och utveckla nya bolag.

Online Brands arbetar enligt en Private Equity-inspirerad modell med aktivt ägande och tydligt fokus på värdeskapande. Genom central kompetens inom marknadsföring, logistik och teknik skapas synergier mellan portföljbolagen. Fokus ligger på internationell expansion, ökad andel egen e-handel, större inslag av egna varumärken med högre bruttomarginal samt datadriven marknadsföring. Strategin har lagt grunden för en skalbar koncern som kombinerar organisk tillväxt med värdeskapande förvärv. Flera dotterbolag befinner sig i tidig expansionsfas, vilket ger fortsatt potential till tillväxt och förbättrad lönsamhet framöver.

Investeringscase

1. Ledning och styrelse med bevisad förmåga och tydliga incitament
Styrelse och ägare har lång erfarenhet av e-handel, konsumentbolag, kapitalallokering och förvärv, och flera ledande personer är betydande aktieägare. Det ger starka incitament i en modell där värdet skapas genom att identifiera, förvärva och utveckla bolag.

2. Skalbar plattform för nischade e-handelsbolag
Förvärvade bolag utvecklas med gemensam kompetens inom digital marknadsföring, SEO, logistik, IT, ekonomi och sourcing. När fler bolag delar centrala funktioner fördelas kostnaderna på en större omsättningsbas, vilket ger potential för operationell hävstång.

3. Betydande utvecklingspotential i befintlig portfölj
Försäljning och lönsamhet kan lyftas även i befintliga bolag genom geografisk expansion, bättre marknadsföring, fler egna produkter och effektivare inköp. Bolagen befinner sig i olika mognadsfaser, så resultatbidraget kan komma både från etablerade och nyare verksamheter.

4. Attraktiv nisch för fortsatt förvärvsdriven tillväxt
Fokus ligger på e-handelsbolag som är för små för traditionell private equity men har en bevisad affärsmodell. Många har starka nischpositioner men begränsade resurser för expansion och centrala funktioner, där Online Brands plattform kan bidra till nästa steg.

5. Flera kompletterande tillväxtben
Mogna bolag kan växa organiskt och generera kassaflöde, nyare förvärv utvecklas genom integration och nya bolag kan adderas genom förvärv eller byggas organiskt i närliggande nischer. Det minskar över tid beroendet av enskilda förvärv eller bolag.

Motargument

1. Hård konkurrens och strukturell prispress
E-handeln är fragmenterad och konkurrensutsatt, med nischaktörer, globala marknadsplatser och lågprisaktörer. Hårdare konkurrens eller ändrade konsumentbeteenden kan pressa tillväxt och marginaler och kräva mer marknadsföring.

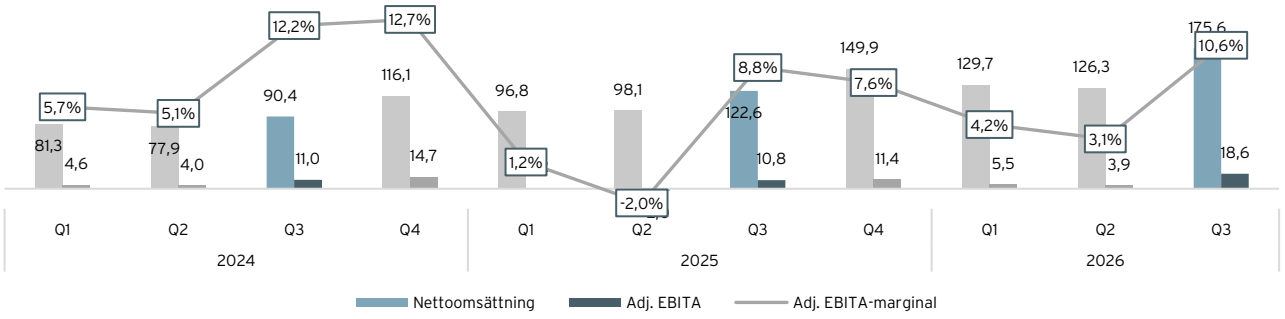
2. Integrationsrisk är en central del av modellen
Nya verksamheter, system och organisationer ska integreras löpande. Lagerflyttar, plattformsbyten och kostnadsanpassningar kan dra ut på tiden och tillfälligt pressa försäljning och lönsamhet, och flera parallella processer belastar den centrala organisationen.

3. Rörelsekapitalbehov och säsongsvariationer
Modellen binder kapital i lager och ger tydliga säsongsvariationer i kassaflöde och nettoskuld. Blir försäljningen svagare än väntat kan kapitalbindningen öka och begränsa utrymmet för nya förvärv.

4. Förvärvsstrategin kräver kapital och disciplin
Tillväxten bygger till stor del på fortsatta förvärv, som kräver bankfinansiering, kassaflöde eller nytt kapital och därmed innebär risk för högre skuldsättning eller utspädning. Värdeskapandet förutsätter också disciplin kring förvärvspriset.

5. Ökad operativ komplexitet när koncernen växer
Fler varumärken, marknader, kanaler och system ökar komplexiteten. Om organisation, IT, logistik och styrning inte utvecklas i takt med koncernen kan skalfördelarna utebli och komplexiteten i stället belasta lönsamheten.

Stark tillväxt och förbättrad lönsamhet i kvartalet



Alla belopp i MSEK.

Utfall vs estimat

Online Brands rapporterade en nettoomsättning som var 2,7 % lägre än våra estimat, till följd av en något lägre tillväxt än väntat. Bruttomarginalen var också något svagare än estimerat, 59,8 % mot väntade 60,2 %, men relativt i linje. Lägre rörelsekostnader än väntat gjorde dock att justerat EBITA inkom 6,3 % över vårt estimat, 18,6 MSEK mot väntade 17,5 MSEK. Kvartalet var därmed något svagare än väntat på omsättningen men starkare på resultatnivå, med en justerad EBITA-marginal om 10,6 % mot väntade 9,7 %.

Utfall vs estimat Q3'26

	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	175,6	180,5	-2,7%
Tillväxt y-o-y	*43,2%*	*47,2%*	*-4,0pp*
Bruttovinst	105,0	108,7	*-3,4%*
Bruttomarginal	*59,8%*	*60,2%*	*-0,4pp*
Rörelsekostnader	-86,5	-91,8	-5,8%
Adj. EBITA	18,6	*17,5*	+6,3%
Adj. EBITA-marginal	*10,6%*	*9,7%*	+0,9pp

Alla belopp i MSEK.

Organisk tillväxt om 12,6 % och Frank Dandy lyfter koncernen

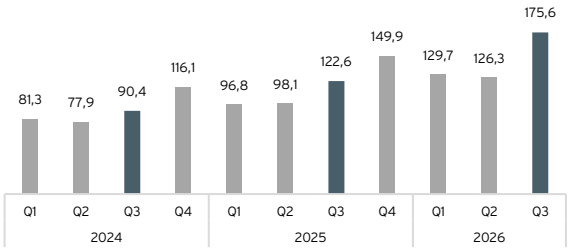
Nettoomsättningen i Q3'26 uppgick till 175,6 MSEK (122,6), motsvarande en tillväxt om 43,2 %. Frank Dandy, som konsolideras från den 1 juli, bidrog med 37,6 MSEK, att jämföra med ett kvartalssnitt om cirka 30 MSEK under Q2'25-Q1'26, vilket indikerar att den starka utvecklingen inför förvärvet har hållit i sig. Exklusive Frank Dandy uppgick den organiska tillväxten till 12,6 %, en avmattning från 17,8 % i Q2'26. GetCamping, Reforma och Tanrevel omsatte tillsammans cirka 25 MSEK i kvartalet. Egen e-handel ökade med 38,4 % till 132,0 MSEK (95,4). För januari–september uppgick nettoomsättningen till 431,5 MSEK (317,5), motsvarande en tillväxt om 35,9 %. Proformaomsättningen på rullande tolv månader uppgår till cirka 697 MSEK, upp från cirka 675 MSEK efter Q2.

Den starkaste utvecklingen syns fortsatt i de mogna bolagen, där Trendcarpet, KitchenLab, Bread & Boxers, Isbjörn och Frank Dandy ingår. Segmentets proformaförsäljning ökade med 26,9 % till 407,3 MSEK (321,0) under januari–september. Ledningen lyfter sortimentsarbete och digital marknadsföring som viktiga drivkrafter och ser potential att applicera samma arbetssätt på fler bolag i portföljen.

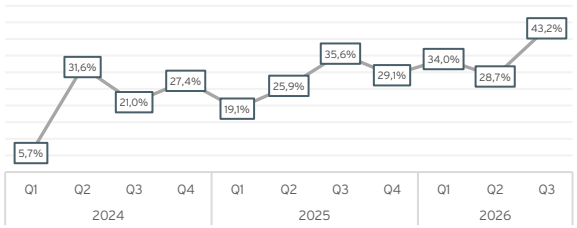
Inom Tillväxt/Integration är utvecklingen mer gradvis, med en proformaförsäljning som ökade med 3,2 % till 97,4 MSEK (94,3) under januari–september. Trafikdrivande marknadsföring har hållits tillbaka under integrationsarbetet, men enligt vd syns nu konkreta framsteg, och ledningen har tidigare räknat med en tydligare förbättring under framför allt Q4. Startup-segmentet, med Victorins, Alla Fröer och nylanserade Wallnest, är fortsatt litet med en proformaförsäljning om 6,2 MSEK (6,1).

I vår intervju i samband med rapporten förklarade styrelseordförande David Rönnberg och CFO Mattias Haraldsson att avmattningen i den organiska tillväxten, från 17,8 % i Q2 till 12,6 % i Q3, helt kan hänföras till Tillväxt/Integration. Där har bolaget medvetet dragit ned på marknadsaktiviteter och kampanjer för att prioritera bruttomarginal och lönsamhet, eftersom det enligt ledningen inte är värt att driva tillväxt innan lönsamheten är på plats. Integrationsarbetet beskrivs nu vara i slutskedet och bolagen väntas vara helt redo under Q4, med förbättringar i både försäljning och lönsamhet redan i Q4 men framför allt från Q1'27. Tidsplanen har därmed förskjutits något. I vår Q2-intervju talade ledningen om en förbättring under Q3 och framför allt Q4, medan det fulla genomslaget nu i första hand väntas under Q1'27. Marknadsinsatserna har redan justerats upp igen, och enligt ledningen var utvecklingen god i september och har fortsatt in i oktober. Bolagets månadsdata, där samtliga bolag ingår på proformabasis, illustrerar förloppet. Tillväxten toppade på 34,1 % i maj och 27,0 % i juni, föll till 19,3 % i juli och 10,6 % i augusti när marknadsföringsgraden sänktes, och vände upp till 20,4 % i september. Hittills i år uppgår den proforma organiska tillväxten till 21,2 %, jämfört med cirka 6 % för helåret 2025 på jämförbar basis. Samtidigt har ledningen fattat beslut om att nedprioritera startup-segmentet. Alla Fröer och Wallnest ska fasas ut, medan Victorins blir kvar, vilket frigör fokus till de mogna bolagen och Tillväxt/Integration.

Nettoomsättning, kvartalsvis



Tillväxttakt y-o-y, kvartalsvis



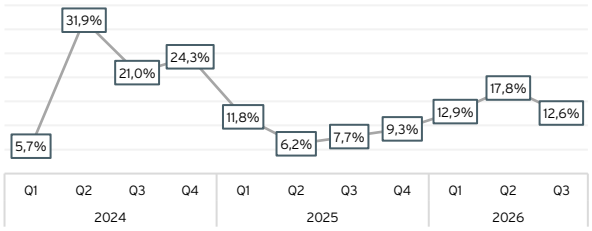
Alla belopp i MSEK.

Frank Dandy påverkar även kanal- och segmentmixen. Egen e-handel stod för 75,2 % (77,9) av nettoomsättningen, återförsäljare för 19,3 % (16,5) och butik för 5,5 % (5,6). Varumärkesbolagen ökade sin andel till 39,8 % (24,3), främst till följd av Frank Dandy, medan Online retail/retail stod för 60,2 % (75,7). Egen e-handel är alltså fortsatt klart dominerande, men exponeringen mot egna varumärken som även säljs via återförsäljare har ökat. Den höga andelen egen e-handel ger kontroll över kundrelation, marknadsföring och logistik, och digital marknadsföring är enligt ledningen en central del av den organiska tillväxten. Rönnberg uppger att förändrade sökbeteenden och AI hittills inte haft någon tydlig negativ påverkan på trafiken. AI används i stället främst för att effektivisera verksamheten och förbättra analysarbetet.

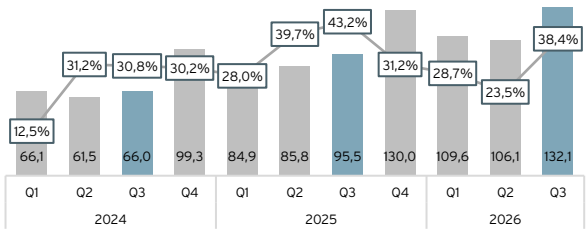
I vår intervju beskrev Rönnberg att den förbättrade marknadsföringseffektiviteten främst kommer från nya AI-relaterade system som gör det möjligt att följa varje produkt per land, inklusive marginal och marknadsinvestering per kanal, och justera dagligen. Verktygen implementerades under Q1–Q2, då marknadsföringskostnaderna var förhöjda medan systemen ställdes in, och fungerade väl först under Q3. Ledningen räknar med att effektiviteten består i Q4 och framåt, men avser samtidigt att öka marknadsinsatserna något för att lyfta tillväxten. Den förbättrade effektiviteten ska därför inte tolkas som att marknadsföringens andel av försäljningen nödvändigtvis ligger kvar på Q3-nivån. Rönnberg betonar att AI-verktygen i sig inte är unika, utan att skillnaden snarare ligger i det långsiktiga arbetet med bolagen. Trendcarpet omsatte exempelvis cirka 20 MSEK 2017, att jämföra med cirka 220 MSEK under 2025, och har under senare år kombinerat en mer utvecklad digital marknadsföring med mer offensiva inköp.

Q3'26 visar en fortsatt god organisk tillväxt. Rönnberg har tidigare bedömt att omkring 15–20 % är ett realistiskt spann för lönsam organisk tillväxt över tid, men betonat att lönsamheten väger tyngre än tillväxttakten, vilket ligger i linje med kvartalets kraftiga marginallyft.

Organisk tillväxttakt y-o-y, kvartalsvis



Egen e-handel omsättning och tillväxt, kvartalsvis



Alla belopp i MSEK.

Fakta: Förvärvet av Frank Dandy

Verksamhet: Svenskt varumärke med rötter från 2003, främst inom underkläder men även strumpor, badkläder och leisurewear för dam, herr och barn.

Försäljning: Egen e-handel, marketplaces och återförsäljare, med Sverige och övriga Norden som huvudmarknader.

Säljare: Frank Dandy Holding, med investmentbolaget Rite Ventures som huvudägare.

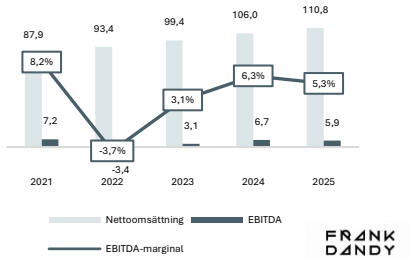
Tillträde: 1 juli 2026. Konsolideras från och med Q3’26 och ingår i segmentet Varumärke bland de mogna bolagen.

Köpeskilling: 42,6 MSEK kontant, justerat för nettoskuld och normalt rörelsekapital. Tilläggsköpeskillingar kan utgå med högst 10 MSEK för resultatåret 2026 och högst 6 MSEK för resultatåret 2027.

Värdering: Cirka 2,7x EBITA R12 vid förvärvstillfället och omkring 3,7x vid maximal tilläggsköpeskilling.

Finansiering: Riktad nyemission om 3,16 miljoner aktier à 10 SEK, totalt cirka 31,6 MSEK, samt egna medel och lån.

Nyckeltal före förvärvet: Nettoomsättning 110,8 MSEK och EBITDA 5,9 MSEK 2025, motsvarande en CAGR i omsättningen om cirka 6 % sedan 2021. Under Q2’25–Q1’26 cirka 120 MSEK i nettoomsättning och ett EBITA om 15,8 MSEK.



Frank Dandy ökar Sverigeandelen, internationell expansion kvar som tillväxtdrivare

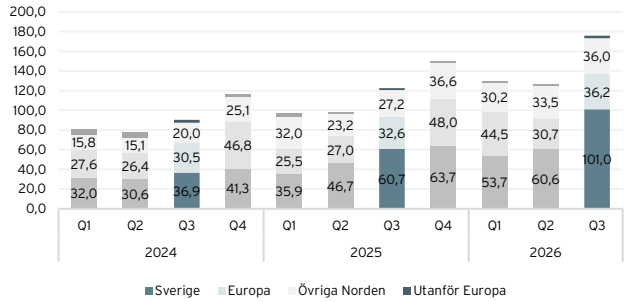
Sverige stod för 57,5 % av nettoomsättningen i Q3’26, jämfört med 49,5 % året före. Europa exklusive Norden stod för 20,6 % (26,6), övriga Norden för 20,5 % (22,2) och marknader utanför Europa för 1,5 % (1,7). Den ökade Sverigeandelen förklaras främst av förvärvet av Frank Dandy, som har merparten av sin försäljning i Sverige, men även GetCamping, Reforma och Tanrevel har en större andel av sin försäljning på hemmamarknaden. Bolaget framhåller att diversifieringen mellan marknader och kanaler minskar säsongsvariationerna och ger en stabil grund för lönsam tillväxt.

Den internationella utvecklingen är fortsatt viktig, framför allt i de större e-handelsbolagen. Ledningen har tidigare pekat ut Trendcarpets utveckling i bland annat Frankrike och Storbritannien som en viktig förklaring till tillväxten i Europa. När dessa marknader utvecklas starkt får det ett tydligt genomslag på koncernen eftersom Trendcarpet står för en stor del av omsättningen. KitchenLab är ett annat exempel på OBAB-modellens framgång, där verksamheten på några år gått från att huvudsakligen vara svensk och butiksdriven till en större andel e-handel och försäljning i tio länder.

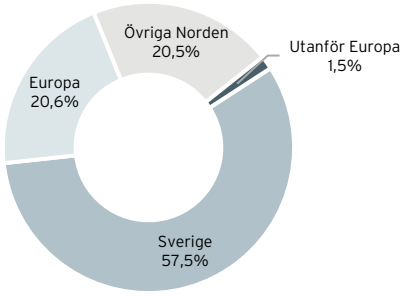
För GetCamping, Reforma och Tanrevel finns fortfarande en stor del av den internationella potentialen kvar. Online Brands arbetar normalt med geografisk expansion först när kostnadsstruktur, logistik, plattform och sortiment är på plats. Därefter öppnas nya marknader stegvis och marknadsinvesteringarna ökas först när bolaget ser att efterfrågan finns. Det innebär att den geografiska expansionen bör kunna få större betydelse när integrationsarbetet nu går mot sitt slut. Frank Dandy adderar ytterligare ett bolag med tydlig expansionspotential utanför sin nuvarande nordiska kärna. Förvärvet stärker därför inte bara koncernens storlek, utan ökar också antalet verksamheter där Online Brands kan applicera sin modell för internationell expansion.

I vår intervju beskrev Rönnberg att Frank Dandy hittills har gått långt över förväntan, både försäljnings- och lönsamhetsmässigt. Det förklaras av ett omfattande arbete under lång tid, med en förändring av varumärket, en ny kundgrupp, ett bredare sortiment och nya försäljningskanaler. Nya geografiska marknader, exempelvis Norge, är en möjlighet, men ledningen ser i nuläget betydligt mer värde i att bolaget fortsätter arbetet på befintliga marknader. Det är en förskjutning jämfört med vid förvärvet, då e-handel på nya marknader lyftes som en central möjlighet, och speglar att det som redan fungerar i dag ger mer värde än att springa på för mycket nytt. Internationell expansion för Frank Dandy bör därför ses som en option på längre sikt snarare än en drivkraft de närmaste kvartalen.

Geografisk fördelning av intäkter (MSEK)



Geografisk fördelning av intäkter Q3’26



Bruttomarginalen lyfter till 59,8 %

Bruttoresultatet i Q3’26 uppgick till 105,0 MSEK (66,9), motsvarande en ökning om 57 %. Bruttomarginalen steg till 59,8 % (54,6), en förbättring om 5,2 procentenheter jämfört med föregående år och även en förbättring sekventiellt från Q2’26. För januari–september uppgick bruttomarginalen till 59,5 % (55,9), medan nivån på rullande tolv månader uppgick till 59,1 %.

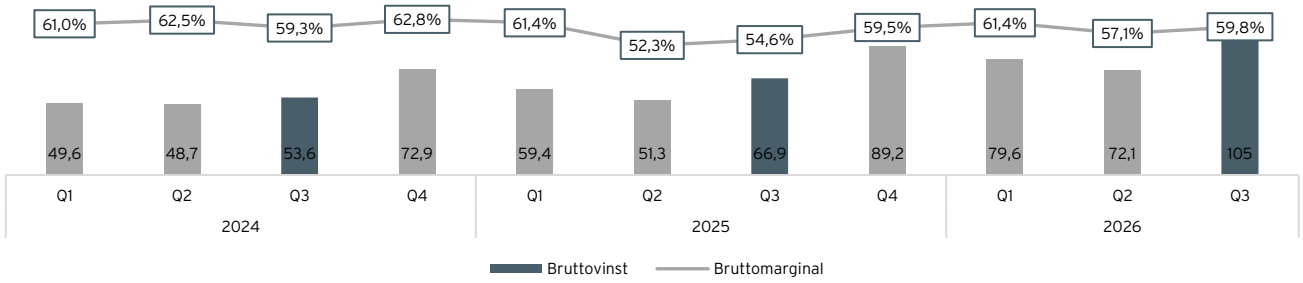
Frank Dandy, som nu ingår i den rapporterade koncernen, bidrar till förbättringen, men som framgår nedan är merparten av lyftet underliggande. Frank Dandy redovisade en bruttomarginal om 60,7 % under 2025 och 66,4 % under 2024, och enligt Rönnberg har marginalen hittills under 2026 legat något högre än under 2025. Vd lyfter samtidigt den starkare bruttomarginalen, tillsammans med en väsentligt förbättrad marknadsföringseffektivitet, som en av de viktigaste förklaringarna till kvartalets resultatlyft. GetCamping och Reforma har fortsatt lägre bruttomarginaler än koncernen i övrigt, medan Tanrevels högre marginalprofil bidrar positivt. Bolagen har olika marginalprofiler och säsongsmönster, vilket gör att koncernens bruttomarginal kan variera mellan kvartalen beroende på vilka verksamheter som står för en större del av försäljningen.

Parallellt arbetar Online Brands löpande med den underliggande marginalen genom bland annat sortiment, prissättning, inköp och sourcing, där implementering av egna varumärken är ett uttalat verktyg för att stärka bruttomarginalen. Integrationen av de förvärvade bolagen skapar enligt bolaget även möjligheter till synergier och besparingar inom bland annat inköp. I vår Q2-intervju bedömde Mattias Haraldsson att en bruttomarginal för Frank Dandy omkring de historiska nivåerna är rimlig, med viss ytterligare potential om en större andel av försäljningen kan flyttas mot egen e-handel, som har högre marginal än B2B.

I vår intervju bröt ledningen ned förbättringen om 5,2 procentenheter. Cirka 4,6 procentenheter kommer från de befintliga bolagens egna marginaler, drivet av bättre inköp, en större andel egna varumärken och ett generellt lägre kampanjtryck, där framför allt Trendcarpet men även Reforma bidrog starkt. Frank Dandy adderade cirka 0,8 procentenheter, medan mixen mellan bolagen hade en marginellt negativ påverkan om -0,1 procentenheter. Merparten av lyftet är alltså underliggande snarare än en effekt av förvärvet. Ledningen bedömer att en nivå kring 60 % är hållbar, även om den kan variera mellan kvartalen beroende på mix, och att det finns mer att hämta. Det är dock ett långsiktigt arbete med inköp och sortiment, där de största förändringarna sker i Tillväxt/Integration, medan de större bolagen främst arbetar med att gradvis öka andelen egna varumärken.

Q3'26 visar därmed en tydlig förbättring av bruttomarginalen, både jämfört med föregående år och sekventiellt. Fortsatt arbete med inköp, sortiment och sourcing, förbättringar i integrationsbolagen samt Frank Dandys marginalprofil ger stöd för ledningens bedömning att en nivå kring 60 % är hållbar, även om den högre andelen återförsäljarförsäljning via Frank Dandy kan verka i motsatt riktning.

Bruttoresultat och bruttomarginal, kvartalsbasis (MSEK)



Kostnadsbasen ökar med Frank Dandy

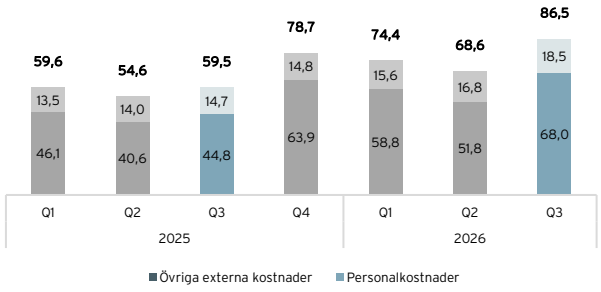
Rörelsekostnaderna, det vill säga övriga externa kostnader och personalkostnader, uppgick i Q3'26 till 86,5 MSEK (59,5), varav övriga externa kostnader om 14,8 MSEK var hänförliga till Frank Dandy. Övriga externa kostnader uppgick till 68,0 MSEK (44,8), motsvarande 38,7 % av nettoomsättningen (36,5), medan personalkostnaderna uppgick till 18,5 MSEK (14,7), motsvarande 10,5 % (12,0). Totalt motsvarade rörelsekostnaderna 49,3 % av nettoomsättningen, jämfört med 48,5 % i Q3'25 och 54,3 % i Q2'26. Kostnadsandelen var därmed i stort sett oförändrad jämfört med föregående år men föll tydligt sekventiellt, vilket främst speglar den säsongsmässigt högre försäljningen i Q3.

Vd framhåller att effektivare processer gör att koncernen kan hantera större volymer utan motsvarande ökning av personal och övriga fasta kostnader, och beskriver det som en operationell hävstång där ökad försäljning ger högre lönsamhet. Online Brands samordnar bland annat marknadsföring och SEO, ekonomi, logistik och fraktavtal, medan konsult-, IT- och andra externa kostnader löpande ses över. Därutöver pågår initiativ för att ytterligare stärka kostnadseffektiviteten i samtliga bolag. Moderbolagets kostnader ökade något. På proformabasis uppgick moderbolagets EBITDA till -7,9 MSEK (-6,6) under januari–september. En viktig del av skalbarheten i modellen är att koncernen ska kunna växa ovanpå denna centrala struktur utan att overhead ökar i motsvarande takt. I vår Q2-intervju bedömde Rönnberg att dagens organisation kan hantera en betydligt större koncern och att det i nuläget främst kan behövas en till två ytterligare personer inom integration, finans och M&A.

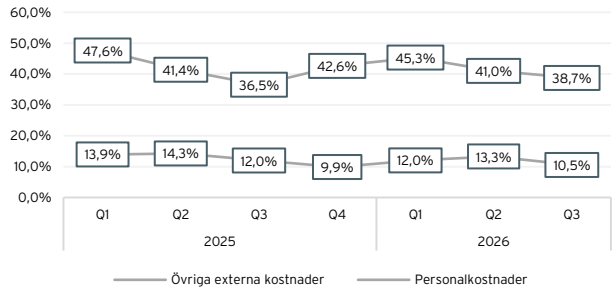
I vår intervju bekräftade Rönnberg att den stora förändringen på kostnadssidan framåt är logistiksatsningen. Fram till dess väntas kostnadsstrukturen, exklusive marknadsföring, vara i stort sett oförändrad, och personalkostnaderna ska inte behöva öka i takt med försäljningen. Inom Tillväxt/Integration ligger dessutom kostnader kvar i resultaträkningen för beslut som redan fattats, bland annat flytt av lager till centrallagret, personalförändringar och att digital marknadsföring tagits in i egen regi i stället för att köpas externt. Enligt ledningen är bolagen lönsamma på run rate-basis, men de kvarvarande kostnaderna behöver först arbetas ur resultaträkningen. Det talar för att segmentets resultat kan förbättras även utan en kraftig försäljningsökning.

Q3 visar därmed att kostnadsbasen ökat i takt med att Frank Dandy konsoliderats, medan kostnadsandelen är i stort sett oförändrad jämfört med föregående år. Marginallyftet i kvartalet kommer alltså främst från bruttomarginalen. Ledningen ser potential att öka försäljningen utan en motsvarande ökning av de fasta kostnaderna. Det skulle kunna bli synligt i det säsongsmässigt starka Q4, och i våra estimat räknar vi med ett visst lyft till en EBITDA-marginal om 11,2 % i Q4'26E och 10,0 % för 2027E.

Kostnadsutveckling, 2025–2026 (MSEK)



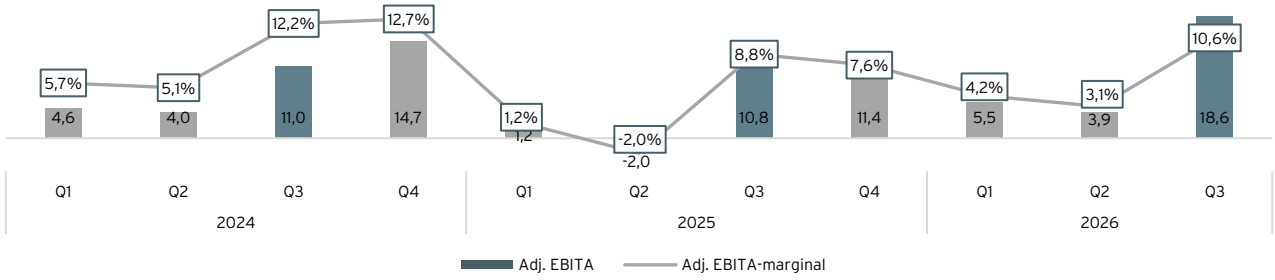
Kostnader som andel av nettoomsättningen, 2025–2026



Tydligt lönsamhetslyft i Q3

EBITA i Q3'26 uppgick till 18,6 MSEK (10,5), motsvarande en marginal om 10,6 % (8,6). Det är en klar förbättring både jämfört med föregående år och sekventiellt från 3,9 MSEK och en marginal om 3,1 % i Q2'26. Inga engångsposter belastade kvartalet, och justerad EBITA uppgick därmed till 18,6 MSEK (10,8). Rörelseresultatet (EBIT) uppgick till 12,3 MSEK (4,6) och periodens resultat till 9,9 MSEK (1,3), motsvarande 0,34 SEK (0,05) per aktie. För januari–september uppgick justerad EBITA till 28,1 MSEK (11,5) och på rullande tolv månader till 37,4 MSEK, jämfört med 28,2 MSEK efter Q2. Resultatförbättringen drevs enligt vd av högre försäljning, en starkare bruttomarginal och en väsentligt förbättrad marknadsföringseffektivitet, samtidigt som Frank Dandy bidrog redan under sitt första kvartal. Den rapporterade ökningen om 79 % underskattar dessutom förbättringen i verksamheten, eftersom jämförelsekvartalet innehöll mer övriga rörelseintäkter, 3,3 MSEK mot 0,7 MSEK i år. Exklusive dessa ökade EBITDA från 7,4 till 18,5 MSEK, eller med cirka 150 %.

Justerad EBITA och justerad EBITA-marginal, kvartalsbasis (MSEK)



Alla belopp i MSEK.

Frank Dandy förändrar samtidigt lönsamhetsbilden väsentligt. På proformabasis uppgick koncernens EBITDA under januari–september till 43,6 MSEK (10,7), motsvarande en marginal om 8,5 % (2,5). På rullande tolv månader uppgår proforma EBITDA till 60,2 MSEK, motsvarande en marginal om 8,6 %, att jämföra med 51,4 MSEK efter Q2. Förvärvet adderar därmed inte bara omsättning utan även en verksamhet med redan stark lönsamhet, vilket tydligt höjer koncernens underliggande intjäningsnivå.

Fokus framåt ligger tydligare på lönsam tillväxt. I vår Q2-intervju framhöll Rönnberg att Online Brands i nuläget prioriterar högre lönsamhet framför att maximera tillväxttakten. Utvecklingen i bruttomarginal och EBITDA väger enligt honom tyngre än om den organiska tillväxten landar på 10, 15 eller 20 %. Det ligger även i linje med förskjutningen i förvärvsstrategin mot mer mogna bolag som redan kombinerar tillväxt med lönsamhet, samt med de finansiella mål som styrelsen presenterade den 20 augusti, däribland en EBITDA-marginal om minst 10 % inom 15–18 månader.

I vår intervju ville ledningen inte binda sig vid när en EBITDA-marginal om minst 10 % kan nås på helårsbasis. Q4 behöver först visa att trenderna håller, och Rönnberg påpekade att det kostar att växa. Den organiska tillväxten är en viktig komponent för att nå omsättningsmålet om 1 miljard SEK, och enligt Rönnberg kan bolaget i stort sett själv styra den organiska tillväxttakten via marknadsföringen.

Q3'26 visar att lönsamheten förbättras tydligt. Med en EBITDA-marginal om 10,9 % i kvartalet ligger koncernen redan över målnivån, men på rullande tolv månader uppgår den rapporterade marginalen till 6,5 %, där Frank Dandy bara ingår under ett kvartal. På proformabasis, med Frank Dandy under hela perioden, är den 8,6 %. Framåt blir det därför viktigt att se att lönsamhetsnivån kan hållas över helåret och inte bara i enskilda kvartal.

Tillväxt och lönsamhet per segment

Segmentsiffrorna avser januari–september. De mogna bolagen, Trendcarpet, KitchenLab, Bread & Boxers, Isbjörn och Frank Dandy, stod för den klart starkaste utvecklingen och svarar nu för nästan 80 % av koncernens proformaförsäljning. EBITDA mer än fördubblades, och EBITDA i koncernens övriga bolag ökade med över 50 % i Q3. Rönnberg betonar att ”mogna” inte betyder färdigutvecklade verksamheter, utan bolag där den operativa grunden är på plats och fokus kan ligga på lönsam tillväxt genom sortimentsarbete, digital marknadsföring och geografisk expansion. I vår intervju pekade han särskilt ut Frank Dandy och Trendcarpet, även om i stort sett alla mogna bolag utvecklas starkt.

Inom Tillväxt/Integration, med Hatshop, GetCamping, Reforma och Tanrevel, var både tillväxt och resultat svaga. Fokus har legat på lager och logistik, plattformar, sortiment och kostnadsstruktur, samtidigt som trafikdrivande marknadsföring hållits tillbaka tills den operativa grunden är på plats. Ledningen har tidigare räknat med ett tydligare genomslag under H2, men på niomånadersbasis syns ännu ingen resultatförbättring. Enligt ledningen är bolagen lönsamma på run rate-basis, men kostnader för redan fattade beslut ligger kvar i resultaträkningen, och det fulla genomslaget väntas nu främst under Q1'27. Närmar sig bolagen lönsamheten i den mogna delen av portföljen finns en betydande resultatuppsida, och Q4 blir ett första test.

Startups, med Victorins, Alla Fröer och Wallnest, har begränsad påverkan på koncernens resultat. Ledningen har nu beslutat att fasa ut Alla Fröer och Wallnest, medan Victorins blir kvar, vilket frigör fokus till de mogna bolagen och Tillväxt/Integration.

Januari-september 2026 (proforma)

Mogna bolag

Nettoomsättning: 407,3 MSEK (321,0)
Tillväxt y-o-y: 26,9 %
EBITDA: 53,9 MSEK (20,2)
EBITDA-marginal: 13,2 % (6,3)
Andel av försäljning: 79,7 % (76,2)

Tillväxt/Integration

Nettoomsättning: 97,4 MSEK (94,3)
Tillväxt y-o-y: 3,2 %
EBITDA: -1,8 MSEK (-1,8)
EBITDA-marginal: neg. (neg.)
Andel av försäljning: 19,1 % (22,4)

Startups

Nettoomsättning: 6,2 MSEK (6,1)
Tillväxt y-o-y: 2,2 %
EBITDA: -0,6 MSEK (-1,0)
EBITDA-marginal: neg. (neg.)
Andel av försäljning: 1,2 % (1,4)

Lageruppbyggnad inför Q4 belastar kassaflödet, nettoskulden ökar efter förvärvet

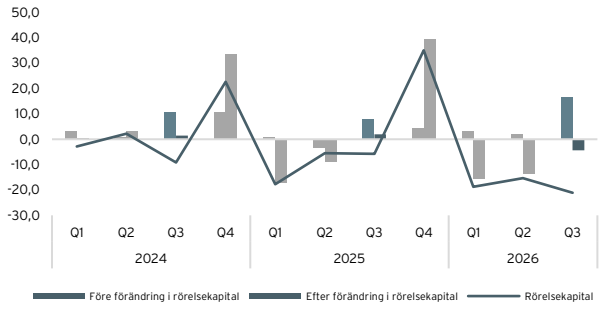
Online Brands kassaflöden präglas av tydliga säsongsvariationer, något ledningen i vår intervju beskrev som en av de saker bolaget arbetar mest med. Under årets första nio månader byggs lager upp inför högsäsongen, medan rörelsekapital normalt frigörs framför allt under Q4. Frank Dandy har en något annorlunda säsongsprofil, vilket enligt ledningen bör jämna ut koncernens kassaflöde något över året.

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital förbättrades till 16,7 MSEK (7,8), medan rörelsekapitalet belastade med 21,1 MSEK (5,8), vilket gav ett kassaflöde om -4,4 MSEK (2,0). Kassaflödet från den löpande verksamheten har därmed varit negativt i samtliga kvartal 2026 och uppgick till -34,0 MSEK under januari–september. Varulager och förskott till leverantörer ökade till 169,2 MSEK (142,9) och kundfordringarna till 32,0 MSEK (15,7), delvis till följd av Frank Dandy och dess B2B-försäljning, medan högre leverantörsskulder om 66,0 MSEK (38,0) delvis motverkade kapitalbindningen. Investeringsbehovet är lågt, 2,8 MSEK (0,6) i kvartalet, vilket ger ett fritt kassaflöde före förvärv om -7,2 MSEK. Inklusive förvärv uppgick kassaflödet från investeringsverksamheten till -39,3 MSEK (-8,8), varav förvärvet av Frank Dandy -48,7 MSEK, delvis motverkat av likvida medel i det förvärvade bolaget om 12,2 MSEK.

Jämfört med föregående år är utvecklingen svagare. På proformabasis, inklusive Frank Dandy, uppgick kassaflödet från den löpande verksamheten till 18 MSEK i Q3'25, jämfört med -4,4 MSEK i Q3'26. Enligt ledningen är skillnaden ett medvetet val. Arbetet med egna varumärken och nya sortiment har inneburit större inköp, samtidigt som den underliggande efterfrågan är betydligt starkare än för ett år sedan. Inför årets viktigaste försäljningsperiod vill bolaget vara "väldigt redo för Q4", med rätt och tillräckligt med produkter i lager för att ta ut den försäljning och lönsamhet som är möjlig. Rönnberg medger att inköpen varit mer offensiva än tidigare och beskriver det som baksidan av en e-handelsmodell där bolaget självt äger lagret och tillväxt därför binder rörelsekapital, särskilt i de mogna bolagen, som också växer snabbast. Samtidigt beskriver han lagret som mer hälsosamt än någonsin. Äldre produkter såldes ut under Q4'25–Q2'26, nya varor började komma in under Q2 med effekt i Q3, och antalet produkter har ökat. Lageruppbyggnaden består alltså enligt ledningen av nya, säljbara produkter snarare än inkurant lager. Bolaget ser dessutom över om Frank Dandys arbetssätt med lägre kapitalbindning kan tillämpas i fler bolag.

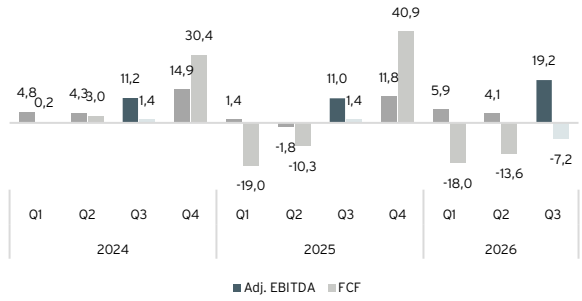
Ledningen räknar med ett starkt kassaflöde i Q4. På proformabasis genererade koncernen 57,8 MSEK i kassaflöde från den löpande verksamheten under Q4'25, och förhoppningen är att nå minst samma nivå i Q4'26. Ett starkt kassaflöde i Q4 väntas också sänka skuldsättningen från dagens 1,0x proforma EBITDA.

Kassaflöde från den löpande verksamheten, 2024–2026



Alla belopp i MSEK.

Fritt kassaflöde och justerat EBITDA, 2024–2026



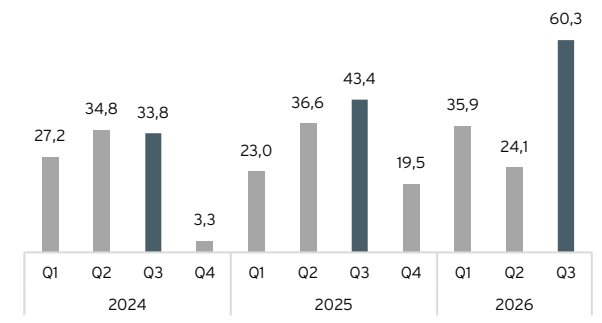
Alla belopp i MSEK. FCF = kassaflöde från den löpande verksamheten minus investeringar i materiella och immateriella anläggningstillgångar.

Den finansiella ställningen påverkas tydligt av förvärvet av Frank Dandy. Per den 30 september 2026 uppgick eget kapital till 228,0 MSEK (196,9) och likvida medel till 24,1 MSEK (23,1). Nettoskulden ökade till 60,3 MSEK (43,4), från 24,1 MSEK vid utgången av Q2'26. Ställt mot proforma EBITDA på rullande tolv månader om 60,2 MSEK motsvarar nettoskulden cirka 1,0x, väl under det finansiella målet om att nettoskulden långsiktigt inte ska överstiga 2,5x EBITDA. Mot rapporterad EBITDA R12 om 37,6 MSEK motsvarar nettoskulden cirka 1,6x.

Det finansiella handlingsutrymmet är fortsatt gott. Tillgänglig likviditet inklusive outnyttjad checkräkningskredit uppgick till 40,6 MSEK (24,0) vid kvartalets utgång. Utnyttjad checkräkningskredit uppgick till 43,5 MSEK och skulder till kreditinstitut till totalt 37,5 MSEK. Därutöver redovisas ett Covidstöd om 3,4 MSEK, som slutbetalas under 2028, samt skulder för tilläggsköpeskillingar om totalt 13,7 MSEK, som slutbetalas under 2027.

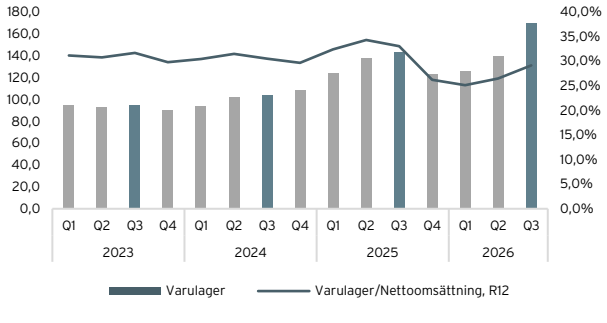
Enligt ledningen har bolaget modellerat förvärvsutrymmet och fört diskussioner med Swedbank, och bedömningen är att ytterligare förvärv kan genomföras utan utspädning. Skuldsättningen kan tillfälligt bli högre under enskilda kvartal efter ett förvärv, men ledningen vill hålla den nära dagens nivå över tid, och det säsongsmässigt starka kassaflödet i Q4 väntas sänka den.

Redovisad nettoskuld, utveckling 2024–2026



Alla belopp i MSEK.

Varulager i relation till nettoomsättning



Alla belopp i MSEK.

Outlook – lönsam tillväxt och fler mogna förvärv

Online Brands är nu ett betydligt större bolag än tidigare. Med Frank Dandy omsätter koncernen nu närmare 700 MSEK på proformabasis. Vi tror att Q4, som säsongsmässigt är årets starkaste kvartal, blir ett viktigt test av den operationella hävstång som ledningen beskriver, samtidigt som lagret som byggts upp under året ska omsättas i försäljning och kassaflöde.

Ledningen gav i vår intervju en positiv bild av starten på Q4. Enligt Rönnberg har konsumtionen i Norden, framför allt i Sverige, förbättrats sedan våren 2026, tydligast under och särskilt mot slutet av sommaren, och momentumet håller i sig in i Q4. Segmentet Tillväxt/Integration är nu i slutfasen av integrationsarbetet och marknadsinsatserna har skruvats upp igen. Ledningen räknar med ett starkt Q4 med god tillväxt och fortsatt god lönsamhet. Jämförelsetalen i Q4 är samtidigt blandade. På proformabasis växte oktober och december 2025 med endast 4,6 % respektive -3,5 %, medan november, med Black Week, växte med 22,4 %.

De finansiella mål som styrelsen presenterade den 20 augusti ger en tydlig riktning: en omsättning om minst 1 miljard SEK inom 15–18 månader, en EBITDA-marginal om minst 10 % inom samma period och en nettoskuld som långsiktigt inte överstiger 2,5x EBITDA. På kvartalsbasis nådde koncernen redan 10,9 % i Q3. Vi räknar med ett visst lyft till 11,2 % i Q4'26E och 10,0 % för helåret 2027E, alltså i nivå med marginalmålet. Det bygger på våra antaganden om förbättrad lönsamhet i integrationsbolagen och lägre rörelsekostnader som andel av omsättningen när försäljningen växer, även om marknadsföringskostnaderna kan öka i absoluta tal. Antagandena för omsättning och bruttomarginal är i stort sett oförändrade, och ledningen vill se utvecklingen i Q4 innan den drar säkra slutsatser om helårsmarginalen. Omsättningsmålet är mer ambitiöst och kräver en ökning om drygt 40 % från dagens proformanivå, vilket enligt vår bedömning förutsätter ytterligare förvärv utöver fortsatt god organisk tillväxt. Våra estimat för 2027E landar på cirka 928 MSEK och bygger på en organisk tillväxt om 13,0 % samt ett ytterligare förvärv med en årsomsättning om cirka 100 MSEK. Målperioden löper från augusti 2026 till omkring november 2027–februari 2028 och matchar alltså inte exakt kalenderåret 2027, men vår prognos placerar koncernen nära, men något under, miljardnivån. Med en nettoskuld om cirka 1,0x proforma EBITDA finns det samtidigt utrymme i balansräkningen för fler affärer.

I samband med de finansiella målen den 20 augusti angav bolaget även en prognos om cirka 740 MSEK i nettoomsättning och 65 MSEK i EBITDA för helåret 2026 på proformabasis. Det kräver cirka 229 MSEK i omsättning och 21 MSEK i EBITDA under Q4. Proforma motsvarar våra estimat cirka 733 respektive 68 MSEK, strax under prognosen på omsättningen men över den på EBITDA. I vår intervju bedömde ledningen att bolaget, utifrån en enkel kalkyl på LTM-siffrorna, ligger bättre till än augustiprognosen, men lämnade ingen ny sifferprognos. Vi har därför höjt vårt EBITDA-estimat för Q4'26E. GetCamping, Reforma och Tanrevel kan bidra mer när fokus flyttas från integration till kommersiell tillväxt, men det sker gradvis och de närmaste kvartalen bedömer vi att lönsamheten främst drivs av de mogna bolagen.

Online Brands har även tecknat ett tioårigt hyresavtal för en logistikanläggning om 24 695 m^2 i Falkenberg, med planerad inflyttning hösten 2027. Satsningen ska göra logistiken effektivare och mer skalbar när fler bolag och större volymer ska hanteras, med helårseffekt tidigast 2028. Engångskostnader och en period med dubbla kostnader är en risk att bevaka, men inga sådana har kommunicerats och vi har inte justerat för dem i våra estimat. I vår intervju beskrev Rönnberg flytten som en hybridlösning som ska begränsa riskerna. Dagens centrallager i Göteborg, där framför allt Trendcarpet men även flera andra bolag finns, drivs av en extern logistikpartner som även kommer att driva den nya anläggningen med samma personal. I första hand byts alltså lokalen, till en anläggning med betydligt större kapacitet som byggs specifikt för Online Brands av samma aktör som byggt Apoteas lager. Därefter kan fler bolag flyttas in i prioriterad ordning, men inte nödvändigtvis alla. Fram till att satsningen faller på plats mot slutet av 2027 väntas enligt ledningen inga större förändringar i kostnadsmassan exklusive marknadsföring.

Online Brands meddelade även att styrelsen har inlett förberedelserna för ett listbyte från First North till Nasdaq Stockholm Small Cap. Någon tidplan finns ännu inte, utan den beror bland annat på marknadsläget, bolagsbeslut och Nasdaq Stockholms godkännande. Inför detta går koncernen under 2027 över till IFRS och stärker intern kontroll, finansiell rapportering och bolagsstyrning. Vi ser listbytet som ett naturligt nästa steg givet bolagets storlek och tillväxtmål. Under IFRS skrivs goodwill inte längre av löpande, vilket bör lyfta det rapporterade rörelseresultatet, medan övriga immateriella tillgångar fortsatt skrivs av.

Till detta kommer ett vd-byte. Gustav Hasselgren, som kommer närmast från rollen som vd för Apohem och var styrelseordförande i Frank Dandy fram till förvärvet, tillträder som ny vd och koncernchef senast den 11 januari 2027 enligt Q3-rapporten. Magnus Skoglund kvarstår fram till dess för att säkerställa en ordnad överlämning. Den 11 september köpte Gustav Hasselgren 153 846 aktier i bolaget, samtidigt som Apoteas grundare Pär Svärdsson och Laulima köpte 250 000 aktier vardera.

Ett tydligare steg mot mogna förvärv

Förvärvsstrategin framåt präglas av erfarenheterna från de senaste årens affärer. GetCamping, Reforma och Tanrevel har krävt ett omfattande arbete med integration, kostnadsstruktur och operativa förändringar. Ledningen bedömer att sådana bolag går att utveckla framgångsrikt, men att processen tar tid och binder betydande operativa resurser. Fokus ska därför i högre grad ligga på mer mogna verksamheter som redan fungerar väl, men där Online Brands fortfarande kan bidra med geografisk expansion, effektivisering och synergier. I vår Q2-intervju nämnde Rönnberg informellt bolag med omkring 50–150 MSEK i omsättning, runt 5 % marginal vid köpet och en tydlig väg mot 10–15 %, alltså större och mer lönsamma objekt, med Frank Dandy som tydligt exempel.

I vår intervju efter Q3 blev ledningen ännu tydligare. Förvärvskriterierna har setts över i styrelsen, bland annat mot bakgrund av det planerade listbytet och de finansiella målen, och fokus ligger nu på bolag med 100–150 MSEK i omsättning och en EBITDA-marginal om minst 5 %. Hellre några färre sådana affärer än flera bolag om 30–40 MSEK i omsättning. Antalet bolag som kommer in i förvärvsprocessen är ungefär detsamma som tidigare, men andelen som går vidare till en mer detaljerad granskning har minskat. Turnarounds finns enligt Rönnberg inte ens kvar i en fotnot på förvärvslistan. Frank Dandy och KitchenLab lyfts som exempel. Ledningen vill inte förhasta sig och bekräftade inte något förvärv före årsskiftet, men räknar med att fortsätta arbeta in fler bolag i gruppen och hoppas kunna addera några under den kommande perioden. Förvärven ska göras utan utspädning.

Marknadsläget talar enligt Rönnberg för strategin. Värderingarna inom e-handel har kommit ned betydligt sedan åren efter pandemin, och många mindre bolag har svårt att bära centrala funktioner och finansiera det rörelsekapital som krävs för fortsatt expansion. Där kan Online Brands erbjuda en färdig plattform med gemensam marknadsföring, logistik, inköp och ekonomi. Samtidigt bedömer Rönnberg att dagens organisation kan hantera en betydligt större koncern och att det i nuläget främst kan behövas en till två ytterligare personer inom integration, finans och M&A. Det talar för att fler förvärv kan adderas utan att den centrala kostnadsbasen behöver växa i samma takt.

Nya marknader öppnas stegvis när kostnadsstruktur, logistik och sortiment är på plats, och fler bolag inom närliggande kategorier skapar möjligheter till gemensamma inköps- och sourcingsynergier, exempelvis mellan bolag som köper produkter internationellt. Prioriteringen är samtidigt tydlig: lönsamhet går före tillväxttakt. Den mer selektiva och mindre resurskrävande förvärvsstrategin bör öka träffsäkerheten och göra det lättare att nå omsättningsmålet utan att marginalmålet äventyras.

Fakta: KitchenLab visar att OBAB-modellen fungerar

Förvärv: Slutet av 2021 för 43,3 MSEK inklusive tilläggsköpeskillingar, cirka 0,83x försäljningen och nästan utan EBITDA.

Utveckling: Från två butiker och en liten svensk e-handel till e-handel i tio länder.

Prognos och budget: Försäljning om cirka 100 MSEK och EBITDA om 11,5 MSEK för 2026, samt en budget om 120 respektive 15,7 MSEK för 2027.

Illustrativt värde: Cirka 100–115 MSEK utifrån ledningens prognos för 2026 och multiplar om 1x omsättningen respektive 10x EBITDA.

Slutsats: Värdeskapandet tar tid, men ger stöd för att GetCamping, Reforma och Tanrevel kan bli mer värda när integrationen får genomslag.

Peers

I vår relativvärdering av Online Brands har vi analyserat ett urval nordiska e-handelsbolag för att sätta koncernens värdering i ett bredare sammanhang. Jämförelsen omfattar både nischade digitala varumärkesplattformar och mer traditionella e-handelsaktörer. En viktig aspekt i jämförelsen är att Online Brands och exempelvis Vuxen Group redovisar enligt K3, medan flertalet redovisar enligt IFRS. K3 innebär att goodwill skrivs av linjärt över en bestämd tidsperiod. Detta belastar EBIT i större utsträckning jämfört med IFRS-bolag, där goodwill i stället nedskrivningsprövas. Mot denna bakgrund blir EV/EBITDA det mest rättvisande värderingsmåttet för peer-jämförelse. Även EV/EBITDA påverkas dock av leasing, eftersom IFRS 16 lyfter EBITDA hos IFRS-bolag medan hyreskostnader belastar EBITDA under K3. Tabellen är inte justerad för leasing, vilket begränsar jämförbarheten, och effekten på den relativa värderingen beror på respektive bolags leasingåtaganden. Övergången till IFRS under 2027 gör jämförelsen mer direkt.

På rapporterade rullande tolv månader värderas Online Brands relativt högt, främst då Frank Dandy endast ingår från och med Q3'26. På proforma EBITDA R12 om 60,2 MSEK handlas aktien till ungefär 10,4x EBITDA, vilket är lägre än peer-medianen om 11,7x på R12 och 10,9x i snitt över tre år. Detta bedömer vi som lågt, speciellt då Online Brands uppvisar en stark tillväxt i jämförelse med peers samt fortsatt har god lönsamhetspotential framåt.

BHG Group är den mest relevanta jämförelseaktören sett till affärsmodell. Både Online Brands och BHG Group bygger sina verksamheter genom att förvärva och utveckla nischade e-handelsvarumärken med fokus på synergier, konsolidering och skalbarhet. BHG:s portfölj omfattar bland annat Nordic Nest, Furniturebox, Svenssons och KitchenTime, bolag som konkurrerar direkt med flera av Online Brands dotterbolag, såsom Trendcarpet, Reforma och KitchenLab.

Även Rugvista utgör en relevant peer inom jämförelsen. Rugvista verkar inom samma nisch som Trendcarpet och är ett av få renodlade, lönsamma och börsnoterade mattbolag i Norden. Enligt våra estimat omsatte Trendcarpet cirka 220 MSEK under 2025 och gjorde cirka 23–25 MSEK i EBITDA. Appliceras Rugvistas multipel om cirka 12x EBITDA på dessa siffror motsvarar det ett rörelsevärde (EV) för Trendcarpet om cirka 276–300 MSEK. Mot koncernens EV om 623,1 MSEK återstår i detta förenklade räkneexempel cirka 323–347 MSEK för övriga verksamheter, före bland annat centrala kostnader, vilket illustrerar att Trendcarpet ensamt kan motivera en betydande del av värderingen.

Vi har valt att värdera Online Brands utifrån en multipel om 12x EBITA, en sänkning från tidigare 15x med hänsyn till att värderingarna i sektorn kommit ner. Multipeln ligger dock något över värderingsnivåerna för jämförbara svenska e-handelsbolag, men motiveras av Online Brands högre tillväxttakt samt bolagets starka ägar- och ledningsstruktur. Den historiska snittvärderingen för Online Brands uppgår till cirka 23x EBITDA över de senaste sju åren, vilket är högre än den multipel vi tillämpar.

Peer-grupp, bakåtblickande värdering

		Omsättning			Bruttomarginal	EBITDA		
		EV/S		Tillväxt		EV/EBITDA		Tillväxt
	EV	R12	Snitt 3år	3 år	R12	R12	Snitt 3år	3 år
Apotea	9 913	1,3	1,2	11,7%	27,0%	19,2	18,4	31,6%
BHG Group	6 283	0,6	0,7	-1,7%	25,4%	7,5	10,8	47,8%
Boozt	10 358	1,2	1,0	3,2%	37,5%	13,3	10,9	10,5%
Bubbleroom	78	0,2	0,1	3,1%	68,6%	4,8	neg.	41,2%
CDON	401	0,9	1,2	-0,6%	85,0%	neg.	neg.	-149,2%
Desenio	662	0,9	0,9	-9,4%	85,1%	11,7	10,8	-19,8%
Haypp Group	5 775	1,3	1,0	10,6%	19,7%	32,8	22,7	12,7%
Lyko	2 983	0,7	0,7	11,2%	41,9%	8,4	8,9	21,2%
Meds Apotek	357	0,3	0,5	18,1%	27,3%	15,4	28,8	41,2%
mResell	122	0,7	0,7	-	27,5%	neg.	neg.	-
Nelly Group	1 179	0,9	1,3	6,3%	54,6%	5,9	8,1	48,0%
Pierce Group	529	0,3	0,3	6,4%	42,1%	5,9	6,7	63,7%
RugVista	1 427	1,7	1,5	5,4%	64,3%	12,0	11,6	7,0%
RVRC Holding	5 447	2,7	2,6	9,0%	70,5%	12,6	12,5	11,0%
Sweden BuyersClub	145	1,0	0,7	31,8%	36,7%	53,6	28,3	33,1%
Söder Sportfiske	133	0,5	0,7	4,5%	39,7%	7,7	10,9	8,4%
Vuxen Group	252	1,0	0,8	8,3%	62,1%	9,3	9,2	17,3%
Medel	**2 709**	**0,9**	**0,9**	**7,4%**	**47,9%**	**14,7**	**14,2**	**14,1%**
Median	**662**	**0,9**	**0,8**	**6,3%**	**41,9%**	**11,7**	**10,9**	**19,2%**
Online Brands Nordic	623	1,1	n/a	24,6%	59,1%	16,6	n/a	35,9%

Estimatförändringar och underlag för estimat

Jämfört med våra tidigare estimat höjer vi nettoomsättningen marginellt, med 0,7 % för 2026E och 1,7 % för 2027E, medan bruttomarginalen är i stort sett oförändrad på 59,6 % respektive 60,3 %. Lägre rörelsekostnader, och för 2027E även ett högre bruttoresultat, gör att EBITDA höjs med 12,8 % till 54,1 MSEK för 2026E och med 18,2 % till 92,8 MSEK för 2027E, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 8,3 % respektive 10,0 %. Våra estimat bygger på tre delar: den befintliga verksamheten, Frank Dandy och ett antaget ytterligare förvärv. I våra estimat bidrar den befintliga verksamheten med 20,4 procentenheter till koncernens tillväxt 2026E och 13,0 procentenheter 2027E. Hela Frank Dandys omsättningsökning räknas i modellen som förvärvsdriven även under H2'27, då tillväxten normalt skulle klassificeras som organisk. Det innebär att vårt organiska tillväxtmått för 2027E exkluderar Frank Dandys tillväxt även efter att bolaget ingått i koncernen i tolv månader.

För Frank Dandy räknar vi med att den starka utvecklingen fortsätter, med en genomsnittlig årlig tillväxt om cirka 25 % från 2025 till 2027E, till strax under 180 MSEK, i linje med tillväxttakten i Q2 och Q3'26. Därtill antar vi ett förvärv med tillträde den 1 januari 2027 med en årsomsättning om cirka 100 MSEK, i nedre delen av ledningens storleksintervall, och en EBITA-marginal om 8 %, samt en förvärvsutbetalning om 50 MSEK under 2027. Det är våra egna antaganden och inte bolagets guidning.

Vi utgår från den rapporterade nettoskulden om 60,3 MSEK per den 30 september, där Frank Dandy redan ingår. För Q4'26E räknar vi med ett fritt kassaflöde om 60 MSEK, upp från 50 MSEK tidigare, främst genom förbättrat resultat och frigörande av rörelsekapital. Höjningen bygger på ledningens förhoppning om ett kassaflöde från den löpande verksamheten på minst fjolårets proformanivå om 57,8 MSEK, och investeringsbehovet är lågt. Vårt estimat motsvarar cirka 242 % av EBITDA i Q4. Nettoskulden sjunker därmed till cirka 0,3 MSEK vid årets slut. Justerat för tilläggsköpeskillingar och normaliserat rörelsekapital uppgår den till 49,0 MSEK för 2026E och 45,1 MSEK för 2027E.

Estimatförändringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Nettoomsättning	**653,2**	**927,8**	**648,9**	**912,6**	**0,7%**	**1,7%**
% y-o-y	*39,0%*	*42,0%*	*38,1%*	*40,6%*	*0,9pp*	*1,4pp*
Bruttoresultat	**389,2**	**559,6**	**388,7**	**550,5**	**0,1%**	**1,7%**
Bruttomarginal	*59,6%*	*60,3%*	*59,9%*	*60,3%*	*-0,3pp*	*0,0pp*
Rörelsekostnader	**-338,4**	**-470,8**	**-344,3**	**-476,7**	**-1,7%**	**-1,2%**
% y-o-y	*34,6%*	*39,1%*	*37,0%*	*38,4%*	*-2,4pp*	*0,7pp*
EBITDA	**54,1**	**92,8**	**48,0**	**78,5**	**12,8%**	**18,2%**
EBITDA-marginal	*8,3%*	*10,0%*	*7,4%*	*8,6%*	*0,9pp*	*1,4pp*
% y-o-y	*184,4%*	*71,4%*	*152,0%*	*63,6%*	*32,4pp*	*7,8pp*
EBITA	**52,3**	**90,8**	**46,6**	**76,5**	**12,3%**	**18,7%**
EBITA-marginal	*8,0%*	*9,8%*	*7,2%*	*8,4%*	*0,8pp*	*1,4pp*
% y-o-y	*190,4%*	*73,5%*	*158,4%*	*64,2%*	*32,0pp*	*9,3pp*

Alla belopp i MSEK.

Värdering

Key stats

Antal aktier*	28,9	**Börsvärde (MSEK)***	562,8
Aktiekurs (SEK)	19,50	**Nettoskuld (MSEK)**	60,3
		Enterprise value (MSEK)	623,1

*Efter emission

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	581,5 MSEK	**EV/S**	1,1
EBITDA	37,6 MSEK	**EV/EBITDA**	16,6
EBITDA, proforma	60,2 MSEK	**EV/EBITDA proforma**	10,4
EBITA	36,1 MSEK	**EV/EBITA**	17,3
Adj. EBITA	37,4 MSEK	**EV/adj. EBITA**	16,7

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
Snitt 3 år	0,9	26,8	*neg.*
Snitt 5 år	1,2	34,2	43,2
Snitt 7 år	1,1	23,2	30,1

Källa: Börsdata

Estimat för 2026E och 2027E

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	**301,1**	**365,2**	**469,9**	**653,2**	**927,8**
% y-o-y	*5,0%*	*21,3%*	*28,7%*	*39,0%*	*42,0%*
- varav organiskt (inkl Tanrevel & Reforma)	n/a	n/a	n/a	*20,4%*	*13,0%*
- varav förvärv	n/a	n/a	n/a	*18,6%*	*29,0%*
Övriga rörelseintäkter	14,5	2,7	6,0	3,3	4,0
Summa intäkter	**315,6**	**367,9**	**475,9**	**656,5**	**931,8**
EV/S	*2,1*	*1,7*	*1,3*	*1,0*	*0,7*
Kostnad sålda varor	-119,3	-141,3	-205,5	-264,0	-368,2
Bruttoresultat	**181,9**	**224,0**	**264,4**	**389,2**	**559,6**
Bruttomarginal	*60,4%*	*61,3%*	*56,3%*	*59,6%*	*60,3%*
% y-o-y	*8,5%*	*23,1%*	*18,1%*	*47,2%*	*43,8%*
Rörelsekostnader	**-182,6**	**-204,5**	**-251,4**	**-338,4**	**-470,8**
% y-o-y	*7,7%*	*12,0%*	*23,0%*	*34,6%*	*39,1%*
EBITDA	13,8	22,2	19,0	54,1	92,8
EBITDA-marginal	*4,6%*	*6,1%*	*4,1%*	*8,3%*	*10,0%*
% y-o-y	*535,5%*	*61,2%*	*-14,3%*	*184,4%*	*71,4%*
EV/EBITDA	45,2	28,1	32,8	11,5	6,7
Avskrivningar, materiella	-1,2	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0
EBITA	12,6	21,5	18,0	52,3	90,8
EBITA-marginal	4,2%	5,9%	3,8%	8,0%	9,8%
% y-o-y	768,7%	70,8%	-16,0%	190,4%	73,5%
EV/EBITA	49,5	29,0	34,6	11,9	6,9

Nedan visar vi värderingen inklusive kassauppbyggnad samt justerat för förvärvet av Frank Dandy. Eftersom estimatperioderna avslutas i Q4, då nettoskulden normalt är säsongsmässigt låg efter frigörande av rörelsekapital, normaliserar vi nettoskulden för att ge en mer rättvisande bild av den underliggande skuldsättningen. Därutöver justerar vi för kvarvarande tilläggsköpeskillingar och övriga transaktionseffekter.

FCF	**60,0***	**64,9**
FCF/EBITDA konvertering	*241,7%*	*70%*
Nettoskuld justerat för kassauppbyggnad	0,3	-50,9**
Förvärv	0	50,0
Tilläggsköpeskilling	13,7	6,0
Rörelsekapital	35,0	40,0
Adj. Nettoskuld	49,0	45,1
EV justerat för nettoskuld och transaktioner	**611,8**	**607,9**
Justerat EV/EBITA	11,7	6,7

**60,0 MSEK avser FCF för Q4'26E.*

***Inkl. betalning av redovisade tilläggsköpeskillingar om 13,7 MSEK. Tilläggsköpeskilling 2027E (6,0) = antaget fullt utfall för Frank Dandys resultatår 2027, ej redovisad skuld.*

Nedan visas potentiell avkastning för 2026E och 2027E vid en värdering om 12x EV/EBITA.

EV/EBITA-multipel	12x	12x
EBITA	52,3	90,8
Enterprise value	**627,9**	**1089,4**
Adj. Nettoskuld	49,0	45,1
Börsvärde	**578,9**	**1044,4**
Pris per aktie	20,1	36,2
Uppsida	2,9%	85,6%

Kvartalsestimat, 2025–2026

	2025				2026			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E
Nettoomsättning	**96,8**	**98,1**	**122,6**	**149,9**	**129,7**	**126,3**	**175,6**	**221,6**
Tillväxt, y-o-y	*19,1%*	*25,9%*	*35,6%*	*29,1%*	*34,0%*	*28,7%*	*43,2%*	*47,8%*
Summa intäkter	**97,8**	**98,6**	**125,9**	**151,2**	**130,4**	**126,9**	**176,3**	**222,8**
KSV	-37,4	-46,8	-55,7	-60,7	-50,1	-54,2	-70,6	-89,1
Bruttovinst	**59,4**	**51,3**	**66,9**	**89,2**	**79,6**	**72,1**	**105,0**	**132,5**
Bruttomarginal	*61,4%*	*52,3%*	*54,6%*	*59,5%*	*61,4%*	*57,1%*	*59,8%*	*59,8%*
Rörelsekostnader	**-59,6**	**-54,6**	**-59,5**	**-78,7**	**-74,4**	**-68,6**	**-86,5**	**-108,9**
EBITDA	**3,7**	**-5,7**	**10,7**	**10,5**	**5,9**	**4,1**	**19,2**	**24,8**
EBITDA-marginal	*3,8%*	*-5,8%*	*8,7%*	*7,0%*	*4,5%*	*3,2%*	*10,9%*	*11,2%*
Avskrivningar materiella	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,6	-0,6
EBITA	**3,5**	**-5,9**	**10,5**	**10,1**	**5,5**	**3,9**	**18,6**	**24,2**
EBITA-marginal	*3,6%*	*-6,0%*	*8,6%*	*6,7%*	4,2%	3,1%	10,6%	10,9%

Historiska kvartalssiffror kan avvika från senare omräknade jämförelsetal i bolagets efterföljande rapporter.

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 aktieägande 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 analys, samt i 48 timmar 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