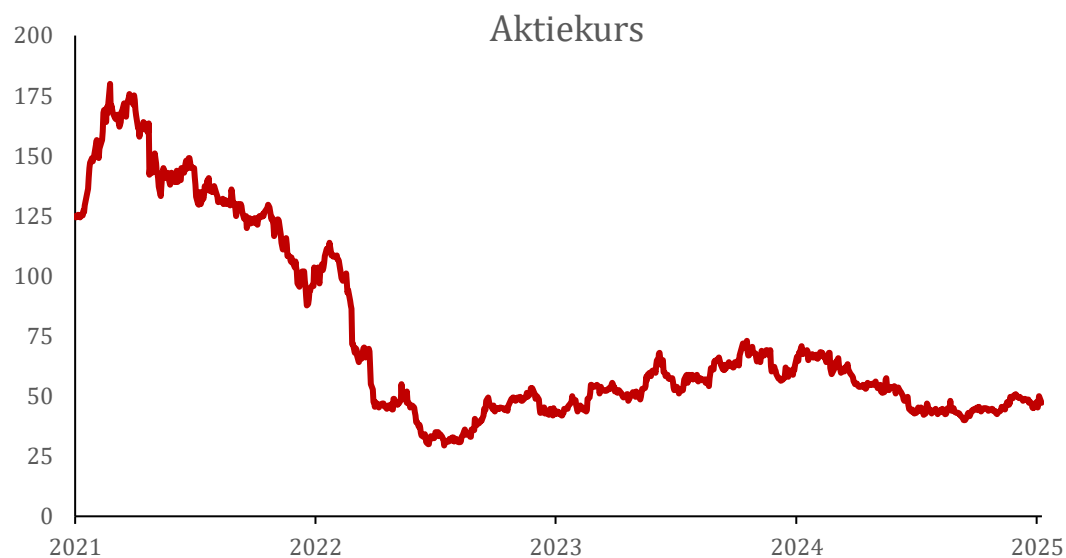


RugVista

RugVista – ett företag där lönsamhet och tillväxt vävs samman

RugVista har visat motståndskraft i ett utmanande makroklimat, med stabil efterfrågan och en stark position inom europeisk e-handel för mattor. Bolaget har en tydlig struktur för tillväxt i en digitalt lågt penetrerad marknad, samtidigt som marginalerna väntas återhämta sig under 2025. Den finansiella ställningen är stark och både DCF- och relativvärdering pekar på betydande uppsida. Därför väcker vi frågan: har marknaden underskattat RugVistas långsiktiga potential?



30 mars 2025

Analytiker

Hannes Krüger
Tobias Björling

Nyckeltal

Handelsplats	First North Stockholm
Sektor	Detaljhandel
Börsvärde (MKR)	952
Enterprise Value	773,1
Nettoskuld/EBITDA	-2,5
Direktavkastning (%)	2,7
P/E	19,09
EV/EBIT	13,15
EPS	2,49
ROE (%)	9,3
ROIC (%)	14,5
ROA (%)	6,9

Värdering

Aktiekurs	46,7
Riktkurs DCF	70,79
Riktkurs Peers	62,6
Sammanvägd Uppsida	42,8%
Rekommendation	Köp



Investment Case

Under 2024 har RugVista verkat i ett utmanande makroklimat, vilket tydligt speglats i bolagets finansiella utveckling. Nettoomsättningen minskade med 1%, främst till följd av att kunder handlat produkter med lägre genomsnittligt ordervärde. Trots det ökade det totala antalet ordrar, vilket tyder på fortsatt intresse och kundaktivitet. Utvecklingen varierade geografiskt – Norden visade en stark tillväxt på 9,8 %, medan övriga Europa och DACH-regionen backade med 3,8 % respektive 4,8 %. Nettoomsättningen minskade med 1% under året.

EBIT-marginalen pressades under året till 8,7%, till stor del på grund av ökade personalkostnader och organisationsförändringar.

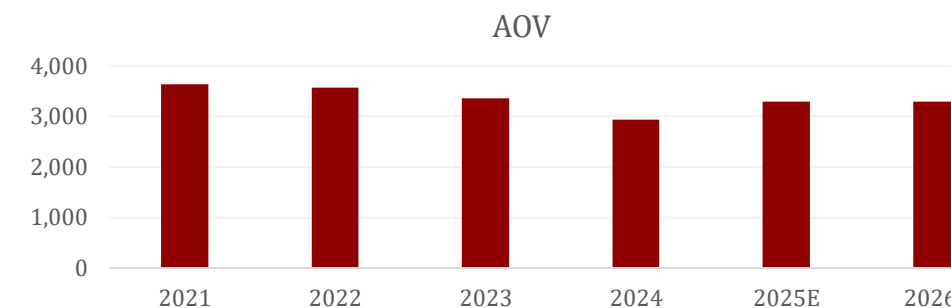
Inför 2025 finns dock anledning till försiktig optimism. Den svenska marknaden har redan vänt upp, med tydlig förbättring i konsumentefterfrågan. Enligt ABG ligger DACH och andra delar av Europa cirka ett kvartal efter Sverige i konjunkturcykeln, vilket indikerar att även dessa marknader kan återhämta sig under 2025.

Vi anser att RugVistas nuvarande värdering inte speglar företagets potential. DCF-värderingen visar en uppsida på 51% och relativvärderingen 34%. Vi rekommenderar att vi köper RugVista.

Viktigaste värde drivare:

- Stark marknadsposition för att ta ytterligare marknadsandelar på en lågt penetrerad marknad.
- Lokalt anpassat kunderbudande
- Lojal kundbas och låg returgrad stärker lönsamheten.
- Marginalåterhämtning från 2024 års tillfälliga effekt.
- En stark finansiell ställning för fortsatt tillväxt.
- Styrka i båda ägande och ledning.

30 mars 2025



Estimat (mkr)	2024	2025E	2026E	CAGR
Omsättning	694,8	747,0	810,5	8,0%
EBITDA	77,7	93,5	109,6	18,8%
EBIT	60,7	82,2	97,3	26,6%
EBT	65,4	86,6	102,6	25,3%
Resultat	51,8	69,7	82,6	26,3%



Affärsmodell

RugVista grundades 2005 och är en ledande aktör inom onlineförsäljning av design- och traditionella mattor med försäljning i över 40 länder. Bolaget erbjuder ett brett sortiment och har positionerat sig väl inom e-handeln för mattor. Digital handel innebär tydliga fördelar för kunden jämfört med fysiska butiker. Genom att erbjuda fri frakt och kostnadsfria returer gör RugVista det enkelt för kunderna att handla hemifrån, utan att behöva ta sig till stora varuhus eller hantera tunga och otympliga mattor på egen hand. Företaget begränsas inte av fysisk butiksyta och kan erbjuda ett betydligt bredare utbud än traditionella återförsäljare. Designen sker internt, medan produktion och inköp främst sker genom samarbeten med leverantörer i Turkiet och Indien.

En styrka i affärsmodellen är den låga returgraden – under 2024 uppgick den till endast 14,3 %, vilket är betydligt lägre än för många andra e-handelssegment, såsom kläder där returgrader på 30–40 % är vanligt. Den låga returgraden kan bland annat förklaras av att RugVista säljer produkter med högt genomsnittligt ordervärde (AOV), vilket ofta innebär att kunderna fattar ett mer genomtänkt köpbeslut. Det bidrar till färre returer och därmed lägre kostnader för hantering och logistik.

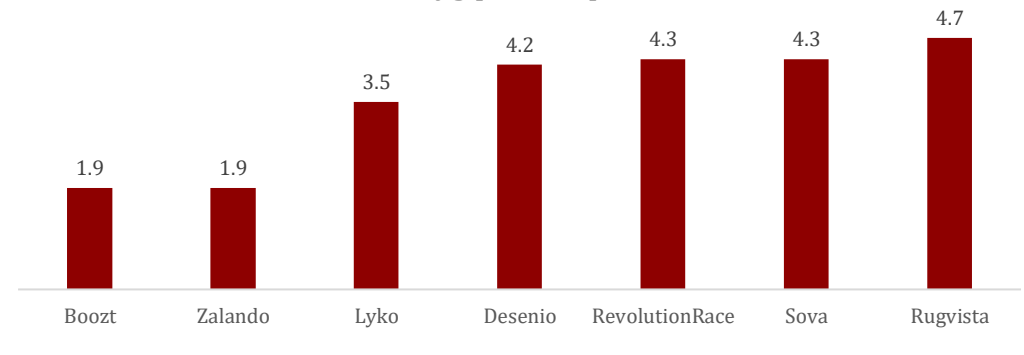
RugVistas verksamhet är indelad i tre segment:

- B2C – Privatpersoner: Den största intäktsdrivande delen, där försäljning sker direkt via egna webbbutiker.
- B2B – Företagskunder: Inriktad mot små till medelstora företag, framför allt inredningsarkitekter och hotell, vilket erbjuder potential inom mer värdedrivna affärer.
- MPO – Marknadsplatser & Övrigt: Här säljer RugVista sitt sortiment genom stora tredjepartsmarknadsplatser, vilket ger skalbarhet och snabb tillgång till nya kunder.

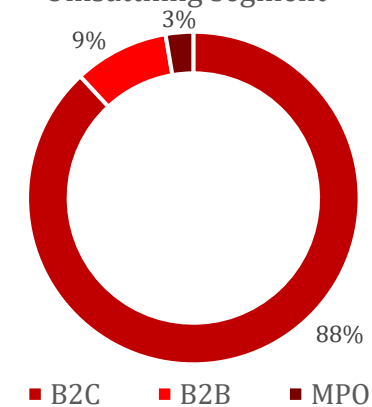
30 mars 2025

Under 2023 genomförde RugVista en omfattande ombyggnad av sin e-handelsplattform för att stärka kundupplevelsen och skapa en mer skalbar lösning. Bolaget har under en längre tid haft ett högt kundbetyg på Trustpilot (4,7), vilket är särskilt värdefullt i en bransch där kundlojalitet är avgörande. Det tyder på stark kundnöjdhet och en lojal kundbas – något som särskiljer RugVista från många konkurrenter i branschen.

Betyg på Trustpilot



Omsättning segment



Affärsmodell

Ägare:

Martin Benckert, styrelseordförande i RugVista, är även bolagets största ägare genom investeringsbolaget MadHat, som äger cirka 18 % av aktierna. MadHat gick initialt in i bolaget i november 2022 genom att förvärva 12,1 % av aktierna, och Benckert valdes därefter in som styrelseordförande i maj 2023.

Den 19 mars 2025 genomförde investmentbolaget MadHat ytterligare ett större aktieköp i RugVista, då man förvärvade 1,28 miljoner aktier till ett pris av 46,10 kronor per aktie, motsvarande en affär om 59,2 miljoner kronor. MadHat är ett närstående bolag till Martin Benckert som bland är ägare i e-handelsbolag som InkClub.

Insynsägandet är stort i bolaget. Förutom huvudägaren MadHat äger styrelseledamöterna Magnus Dimert och Ludvig Friberg cirka 162 000 respektive 948 000 aktier i bolaget.

Ledning:

I september 2024 lämnade Michael Lindskog rollen som VD för RugVista, en position han haft sedan före bolagets börsnotering 2021. Som tillförordnad VD har styrelseledamoten Ebba Ljungerud tillsatts. Hon har tidigare varit koncernchef för Paradox Interactive AB samt kommersiell chef på Kindred Group, och för med sig bred erfarenhet från konsumentinriktade, digitala tillväxtbolag. Rekryteringsarbetet med tillsättning av ny VD pågår.

Ägarlista	Kapital/röster
MadHat AB	18,3%
Alcur Fonder AB	10,4%
Futur Pension	8,7%
Indexon AB	7,2%
Nordnet Pensionsförsäkring AB	7,1%
SIX Sis AG	6,2%
Movestic Livförsäkring	5,1%
Bank Julius Baer	5,0%
CLBC / UCITS	4,4%
Försäkringsaktiebolaget Avanza Pension	3,8%



Martin Benckert
Styrelseordförande och
största ägare



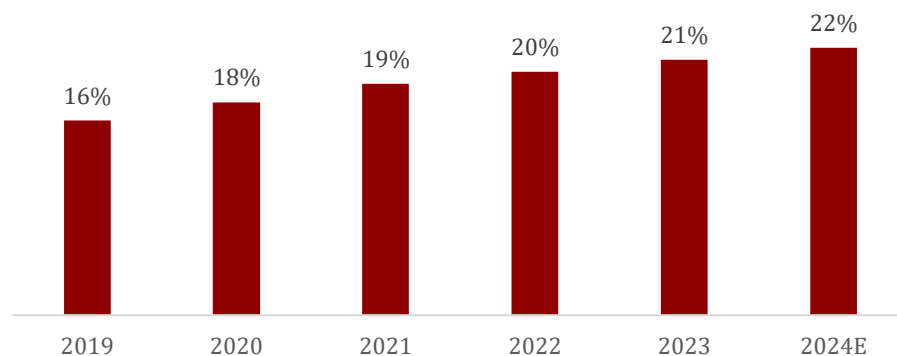
Ebba Ljungerud
Styrelseledamot och
TF VD

Marknad och Konkurrens

Försäljningen av mattor i Europa, både för fysisk och digital försäljning, är fragmenterad. Det finns många digitala mattbutiker i Europa men endast några få är stora och erbjuder sitt sortiment till en större del av Europas länder. I dagsläget uppskattas RugVista ha en marknadsandel på cirka 2,5 % av den europeiska digitala mattmarknaden. RugVista identifierar sina konkurrenter av återförsäljartyperna av mattor på den europeiska marknaden i fyra typer: Traditionella återförsäljare, Stora och medelstora heminredningskedjor, Digitala varuhus och Digitala mattspecialister.

RugVista verkar på en lågt penetrerad marknad, vilket innebär stor strukturell tillväxtpotential. Till skillnad från mer mogna e-handelssegment som modebranschen, där e-handeln står för över 30 % av försäljningen, har mattkategorin historiskt legat betydligt lägre. Enligt RugVista utgjorde e-handel 16 % av den totala mattförsäljningen 2019. Under pandemin ökade andelen till cirka 18–20 %, då konsumenter skiftade mot digitala kanaler. När restriktionerna avvecklades mattades tillväxttakten av, men e-handelsandelen uppskattades ändå till 21 % under 2023 vilket visar att den digitala trenden fortsatt har tydlig potential.

E-handels andel av total mattförsäljning

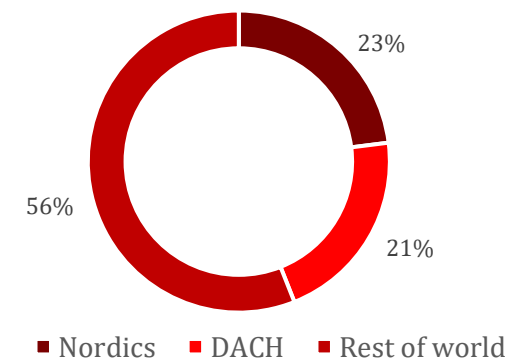


Utrymmet för fortsatt digitalisering är stort. Marknaden för mattor online i Europa förväntas växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) på 9,66 % mellan 2025 och 2029 enligt Statista. Tack vare en bra position inom digital distribution och en väletablerad teknisk plattform förväntas RugVista dra nytta av den underliggande tillväxten.

RugVistas kundbas har visat sig vara känslig för prisförändringar i tider av ekonomisk osäkerhet, vilket tillfälligt påverkat det genomsnittliga ordervärdet (AOV). Samtidigt har bolaget en tydlig tillväxtambition på de större europeiska marknaderna. Även om DACH-regionen är mer priskänslig och därmed ställer högre krav på balans mellan pris och värdeerbjudande, innebär det också möjligheter för RugVista att differentiera sig genom ett attraktivt och prisvärt sortiment.

Utöver makroekonomiska faktorer och prisbild påverkas RugVista även av den underliggande aktiviteten på bostadsmarknaden. Eftersom mattor ofta köps i samband med flytt och renovering är bolaget exponerat mot utvecklingen i bostadsomsättningen.

Omsättning geografi



Värdering

Omsättning:

Rugvista verkar på en marknad med låg digital penetration, vilket skapar goda förutsättningar för långsiktig strukturell tillväxt. Den europeiska onlineförsäljningen av mattor förväntas växa med 9,66% (CAGR 2025–2029) och vi anser att RugVista, med sitt starka varumärke och försteg på marknaden, är väl positionerat för att dra nytta av denna utveckling.

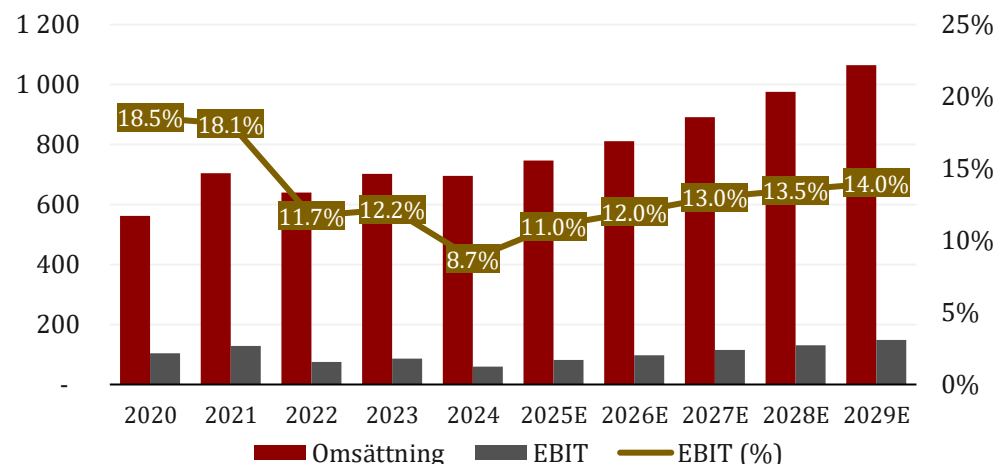
Vi anser att AOV kommer normaliseras över tid och öka från dagens nivåer vilket kommer bidra till en ökad tillväxt. Tack vare en skalbar affärsmodell och konkurrensfördelar, bedömer vi att bolaget har goda förutsättningar att ta marknadsandelar i Europa. Vi estimerar en tillväxt på 8,8% (CAGR 2025–2031) med hänsyn taget till att tillväxten fluktuerat historiskt.

EBIT-marginal:

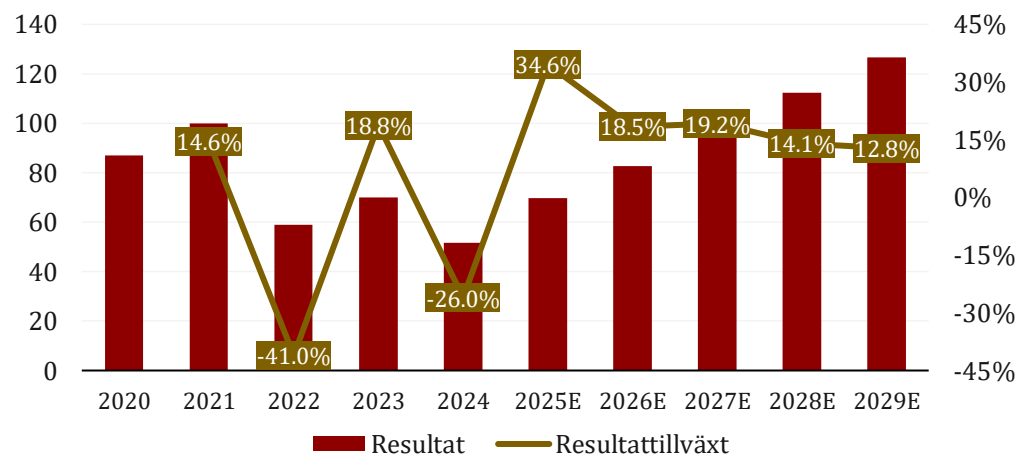
Trots en nedgång i genomsnittligt ordervärde under 2024 lyckades RugVista bibehålla en stark bruttomarginal på 62,2 %, främst tack vare sänkta produkt- och fraktkostnader genom effektivare logistik. EBIT-marginalen minskade till 8,7% och är hänförligt till ökade personalkostnader och engångskostnader.

Rugvista har en relativt hög rörelsemarginal relativt många e-handelsbolag. En förklaring är den relativt låga returgraden på 14,3% procent. Framöver ser vi potential att EBIT-marginalen över tid återgår mot historiska nivåer i takt med ett starkare konsumentklimat i övriga Europa. Bolaget har dessutom byggt ett starkt varumärke med hög kundnöjdhet, vilket återspeglas i ett Trustpilot-betyg på 4,7. Den lojala kundbasen i kombination med den ombyggda och mer effektiva e-handelsplattformen förväntas bidra till förbättrad konvertering och stärkt effektivitet i marknadsföringsarbetet över tid.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Earnings and Earnings growth (MSEK)



Värdering

Capex, D&A:

Under 2024 steg Capex till 2,7 % av omsättningen, vilket främst berodde på investeringar i RugVistas nya kontors- och logistikanläggning som planeras tas i bruk sommaren 2025. Vi bedömer att denna ökning är tillfällig och förväntar oss att Capex återgår till historiska nivåer omkring 1,6 % av omsättningen efter flytten.

Avskrivningarna förväntas följa historisk trend och uppgå till cirka 95 % av Capex, i linje med tidigare nivåer.

Relativvärdering:

Relativvärderingen baseras på en jämförelse med sex liknande bolag, verksamma inom både e-handel och fysisk detaljhandel. Den genomsnittliga värderingen indikerar en tydlig uppsida för nyckeltalen EV/EBIT och P/E, men inte för EV/EBITDA. Vi bedömer att P/E och EV/EBIT är de mest relevanta nyckeltalen i detta fall, då avskrivningarna skiljer sig mellan bolagen i jämförelsen på grund av deras affärsmodeller.

Det kan diskuteras i vilken utsträckning dessa bolag är verkliga jämförbara konkurrenter, men det är svårt att identifiera andra företag med en liknande nisch och affärsmodell som RugVista. Trots detta ser vi positivt på jämförelsen, även om vi inte vill tillmäta relativvärderingen alltför stor betydelse. Sammantaget pekar denna metod på en uppsida om 37 %.

Vid en jämförelse utifrån framåtblickande nyckeltal för P/E och EV/EBIT kvarstår en positiv bild, om än med en något lägre uppsida om 31 %. Genom att väga samman de två relativvärderingarna beräknas den totala uppsidan till 34 %.

Present	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Boozt	19,70	15,00	9,30
RevolutionRace	15,90	12,00	11,80
Embellence	14,60	10,30	7,00
Zalando	32,70	19,10	9,20
Byggmax	45,90	31,30	6,50
Lyko	87,90	24,50	10,00
Pierce Group	22,20	30,80	6,60
Average	34,13	20,43	8,63
Rugvista	19,09	13,15	10,27
Upside/downside	79%	45%	-13%

2025E	P/E	EV/EBIT
Boozt	19,70	14,10
RevolutionRace	15,10	11,30
Embellence	11,30	9,10
Byggmax	17,90	19,30
Lyko	28,60	22,30
Pierce Group	14,10	9,00
Average	17,78	14,18
Rugvista	14,19	9,71
Upside/downside	25,3%	37%



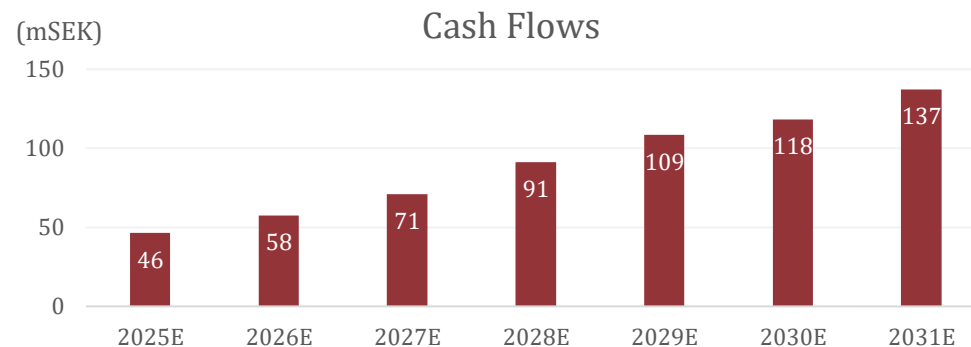
Värdering

DCF:

DCF-beräkningen baseras på en TGR på 2% och en WACC på 10,2%. WACC har beräknats utifrån en riskfri ränta på 2,63%, en marknadsriskpremie (ERP) på 6,1% och en beta på 1.

Värdet som uppnås är 70,8 kr per aktie vilket ger en uppsida från dagens kurs, 46,7 kr, med 52%.

Beräkning av DCF-värde	
Current share price	46,7
Price target	70,8
Upside	52%
Shares outstanding (m)	20,8
WACC	10,2%
Terminal growth rate	2%
Enterprise value (mSEK)	1273,5
(-) Debt (mSEK)	20,1
(+) Cash & cash equivalents (mSEK)	219,0
Equity value (mSEK)	1472,4
Terminal value (mSEK)	1709,5
Present value of terminal value (mSEK)	866,6



WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,7%	15%	19%	24%	29%	34%	39%	45%
11,2%	20%	25%	30%	35%	41%	47%	53%
10,7%	27%	32%	37%	43%	49%	55%	62%
10,2%	34%	40%	45%	52%	58%	65%	72%
9,7%	42%	48%	55%	61%	68%	76%	84%
9,2%	51%	58%	65%	72%	80%	88%	97%
8,7%	62%	69%	77%	85%	94%	103%	112%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,7%	3%	12%	20%	29%	37%	46%	54%
11,2%	8%	17%	26%	35%	44%	53%	62%
10,7%	14%	24%	33%	43%	53%	62%	72%
10,2%	21%	31%	41%	52%	62%	72%	82%
9,7%	29%	40%	50%	61%	72%	83%	94%
9,2%	37%	49%	61%	72%	84%	96%	107%
8,7%	47%	60%	73%	85%	98%	110%	123%



Rekommendation

RugVista har etablerat sig som en ledande aktör inom onlineförsäljning av mattor i Europa. Bolaget har ett starkt varumärke, hög kundnöjdhet och en affärsmodell som möjliggör skalbar tillväxt. Trots ett utmanande marknadsläge under 2024 har bolaget visat god motståndskraft, där en låg returgrad i kombination med en förbättrad e-handelsplattform skapar förutsättningar för långsiktig lönsamhet.

Vi ser flera strukturella tillväxtdrivare som talar för RugVistas framtida potential såsom ökad digitalisering, låg marknadspenetration inom e-handelssegmentet och en lojal kundbas med ett högt NPS och goda recensioner. Dessa faktorer ger bolaget goda möjligheter att ta ytterligare marknadsandelar. RugVista skiljer sig dessutom från konkurrenter genom sitt lokalt anpassade kunderbudande och förmåga att differentiera sortiment och erbjudande på lokal nivå, vilket vi ser som en konkurrensfördel. Att bolaget dessutom har ett betydande insynsägande samt en stark finansiell ställning skapar ytterligare trygghet i den strategiska inriktningen.

Marknaden för mattor i Europa väntas växa med en årlig tillväxttakt (CAGR) om 9,66 % mellan 2025 och 2029, vilket RugVista, givet sin ledande position, är väl positionerat att dra nytta av.

Trots tillfälliga utmaningar under 2024 ser vi goda möjligheter till återhämtning under 2025. Vi estimerar en årlig omsättningstillväxt på 8,8 % (CAGR) mellan 2025–2031 samt en gradvis återgång till historiska EBIT-marginaler. Värderingen framstår som attraktiv och vår DCF indikerar en uppsida på 52 %, medan vår relativvärdering pekar på 34 %. Den sammanvägda uppsidan uppgår till 42,8 %, vilket i kombination med RugVistas strukturella tillväxtpotential och stabila historik utgör ett tydligt köpläge.

Vi rekommenderar **Köp**.

