

2024-02-29

Adtraction redovisade ökad nettoomsättning och EBITA i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 375,2 MSEK (266,0). Vidare uppgick EBITA till 25,6 MSEK (12,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om cirka 6,8 procent (4,7). Periodens kassaflöde uppgick till 31,8 MSEK (28,8), vilket innebar att kassan ökade till 116,0 MSEK vid utgången av kvartalet.

Tar marknadsandelar i tuffare marknad

Adtraction ökade omsättningen med 41,0 procent i det fjärde kvartalet. Den organiska tillväxten uppgick till 4,0 procent och resterande försäljning var hänförligt till förvärvet av Adservice. Adtraction ökade den organiska försäljningen i nio av tolv geografiska marknader och den totala organiska tillväxten visade att bolaget fortsatte vinna marknadsandelar i en svag marknad.

Marginalförbättring

Bruttoresultatet ökade återigen snabbare än omsättningen, vilket förklarades av en högre försäljning inom E-handel och en mer gynnsam geografisk mix. Detta ledde till att bruttomarginalen steg med 0,3 procentenheter y-o-y till rekordhöga 19,0 procent. Vidare ökade EBITA-marginalen med 2,1 procentenheter y-o-y till 6,8 procent, vilket visade på god kostnadskontroll och den underliggande lönsamhetspotentialen.

Outlook

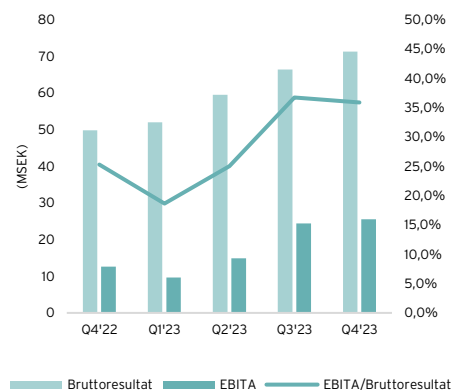
Adtraction rapport för det fjärde kvartalet var stark. Guidningen för 2024 var däremot svagare, vilket huvudsakligen förklarades av en fortsatt utmanande marknad för konsumentkrediter. Vidare förväntas kostnadsmassan öka något. Vår bedömning är att Adtraction når god lönsamhet, men att 2024 blir ett mellanår där tillväxten i EBITA avtar tillfälligt för att sedan accelerera under 2025. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 75,7 procent för 2025E. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat ser vi en uppsida om 23,0 procent.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	698,3	925,7	1344,3	1390,0	1519,7
Tillväxt y-o-y	n/a	32,6%	45,2%	3,4%	9,3%
Övriga intäkter	1,5	2,7	5,7	5,3	6,0
Summa intäkter	699,7	928,4	1350,1	1395,3	1525,7
EV/S	1,0	0,7	0,5	0,5	0,4
Bruttoresultat	125,0	165,7	249,2	270,0	303,9
Bruttomarginal	17,9%	17,9%	18,5%	19,4%	20,0%
Rörelsekostnader	106,0	149,9	253,3	275,6	292,6
Tillväxt y-o-y	n/a	41,4%	68,9%	8,8%	5,5%
EBITA	34,7	40,2	74,6	75,6	91,4
EBITA-marginal	5,0%	4,3%	5,5%	5,4%	6,0%
Tillväxt y-o-y	n/a	15,9%	85,6%	1,4%	23,6%
EV/EBITA	19,2	16,5	8,9	8,8	7,3

Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	47,0
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	780,5
Nettokassa (MSEK)	116,0
EV (MSEK)	664,5
Insiderägande	32,9%
Nästa rapport	2024-05-03

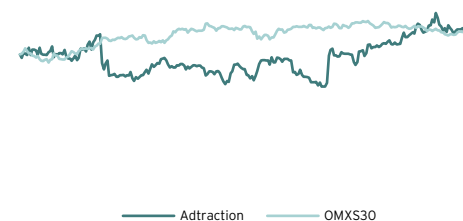
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-7,3	10,1	12,6

Key Insights



Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden och efter förvärvet av Adservice stärktes marknadspositionen ytterligare. Vår bedömning är att förvärvet av Adservice bidrar till att öka plattformens nätverkseffekter och konkurrenskraftighet.



Skalbar affärsmodell

Adtractions skalbara affärsmodell leder till att bolaget kan öka intäkterna i högre takt än rörelsekostnaderna. Vidare betalar bolagets kunder endast för faktiska resultat, vilket bidrar till stabila kassaflöden även i osäkra tider.



Låg värdering

Adtraction är enligt vår bedömning lågt värderat. Baserat på våra estimat för 2025E värderas bolaget till 7,3x EV/EBITA, vilket vi anser är för billigt givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet.

"Vi bedömer inte att vi kommer att göra några stora M&A-affärer de närmaste kvartalen. Därför kommer styrelsen att föreslå en utdelning på 2 kr per aktie för 2023. Det ska ses mot bakgrund av att vi förväntar oss lönsamhet och positiva kassaflöden under varje enskilt kvartal 2024."

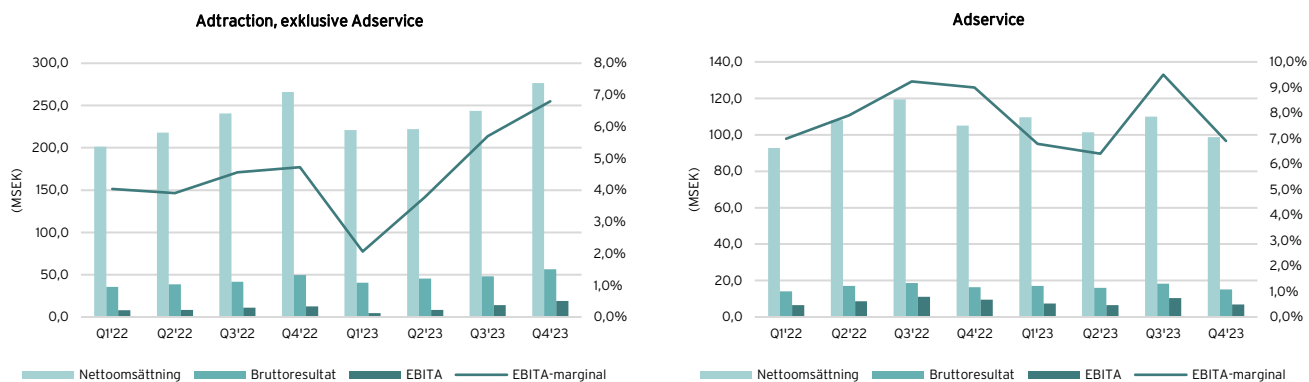
- VD Simon Gustafson

Investeringscase

- Skalbar affärsmodell med nätverkseffekter
- Lång historik av lönsam tillväxt
- Låg värdering
- Marginalexpansion
- Starka kassaflöden, hög kassakonverteringsgrad
- Kassauppbyggnad möjliggör framtida förvärv
- Stark finansiell ställning
- "Cost per Action" relativt konjunkturokänsligt
- Stark underliggande marknadstillväxt driven av flera megatrender
- Högt insynsägande och grundarlett

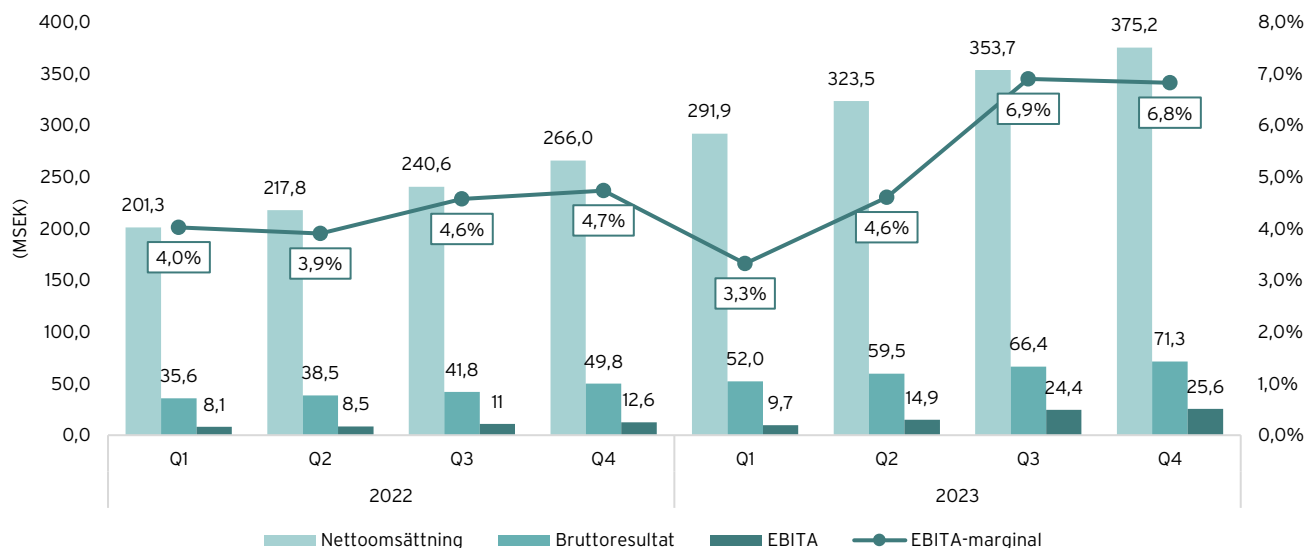
Tar marknadsandelar i tuffare marknad

Nettoomsättningen i det fjärde kvartalet uppgick till 375,2 MSEK (266,0), vilket motsvarade en ökning om 41,0 procent. Den organiska tillväxten uppgick till 4,0 procent och resterande försäljning var hänförligt till förvärvet av Adservice. I kvartalet ökade Adtraction den organiska försäljningen i nio av tolv geografiska marknader och den totala organiska tillväxten visade att bolaget fortsatte vinna marknadsandelar i en svag marknad, främst inom e-handel. Adservices organiska tillväxt uppgick till -6,0 procent, vilket huvudsakligen förklarades av en utmanande marknad för konsumentkrediter.



Bruttoresultatet uppgick till 71,3 MSEK (49,8), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,0 procent (18,7). Bruttoresultatet ökade med 43,2 procent och den sammanslagna bruttomarginalen gynnades av en högre försäljning inom e-handel samt en mer gynnsam geografisk mix.

EBITA uppgick i sin tur till 25,6 MSEK (12,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 6,8 procent (4,7). EBITA ökade med hela 103,2 procent y-o-y, vilket var hänförligt till en högre bruttomarginal och god kostnadskontroll. Kvartalet var återigen en bekräftelse på bolagets skalbara affärsmodell och den underliggande lönsamhetspotentialen som finns på befintliga marknader och när e-handel ökar i andel av den totala försäljningen.



Försäljning

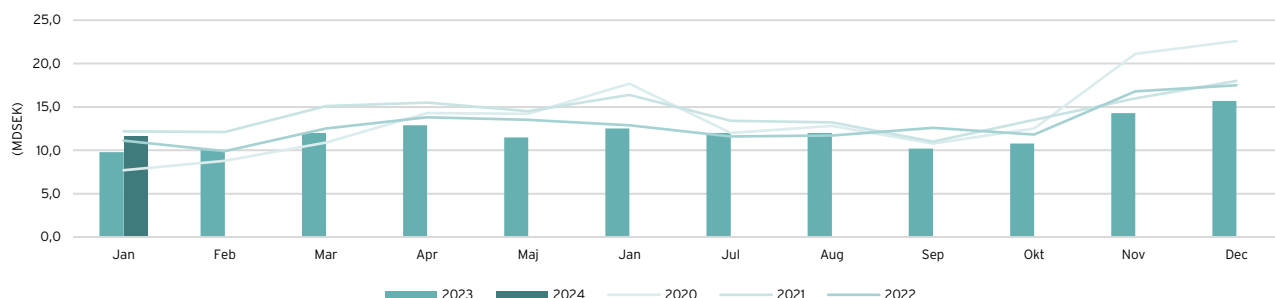
Den organiska försäljningen uppgick till 276,6 MSEK (266,0), vilket motsvarade en organisk tillväxt om 4,0 procent. Adservices organiska försäljning uppgick till 98,7 MSEK (105,0), vilket motsvarade en organisk tillväxt om -6,0 procent.

E-handel

Svensk handel publicerar månatligen en rapport där omsättningen för svensk e-handel mäts per månad. Omsättningen sjönk totalt med -11,5 procent i det fjärde kvartalet och påverkades av en svag Black Week och julhandel¹. Den sjunkande omsättningen förklarades av lägre köpesummor snarare än att färre e-handlade. Även e-handeln i övriga Europa utvecklades generellt svagt. Adtraction ökade å andra sidan det totala förmedlade ordervärdet med över 30,0 procent under årets Black Week². Detta tillsammans med den totala organiska tillväxten visade på styrkan i affärsmodellen där bolaget fortsatte vinna marknadsandelar även i en tuffare marknad.

Omsättningen för svensk e-handel såg ett trendbrott i januari och ökade med 18,4 procent. Vidare har e-handeln i övriga Europa utanför Sverige generellt utvecklats bättre. Sammantaget indikerar detta för oss att den organiska försäljningstillväxten för Adtraction, som har en högre andel intäkter från E-handel, bör fortsätta in i Q1'24.

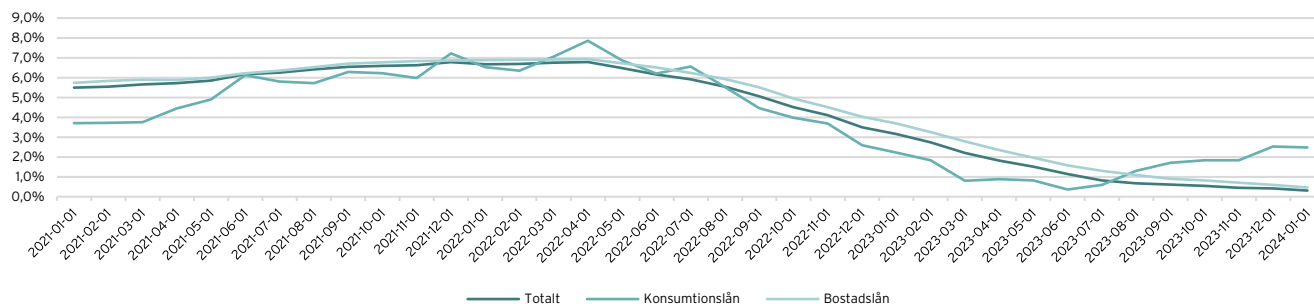
Omsättning E-handel i Sverige



Finans

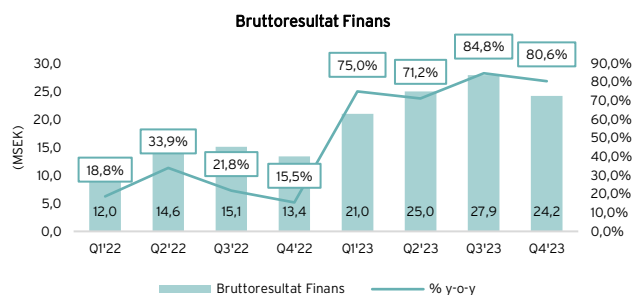
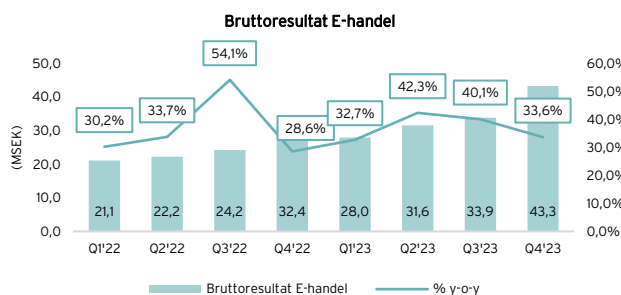
Marknaden för nyutlåning till hushåll fortsatte att vara mycket svag under det fjärde kvartalet, främst i Sverige men även i övriga Europa³. Detta återspeglades i Adservice som generellt har högre andel intäkter inom Finans. Den svaga tillväxten i nyutlåningen förklaras främst av det högre ränteläget, vilket medför att hushåll är mindre benägna att öka skulderna i form av bostadslån och konsumtionskrediter. Vi räknar med en fortsatt utmanande marknad inom finansvertikalen framöver och vår bedömning är att vändningen sker när räntenivån stabiliseras alternativt reduceras.

Tillväxt i nyutlåning för hushåll

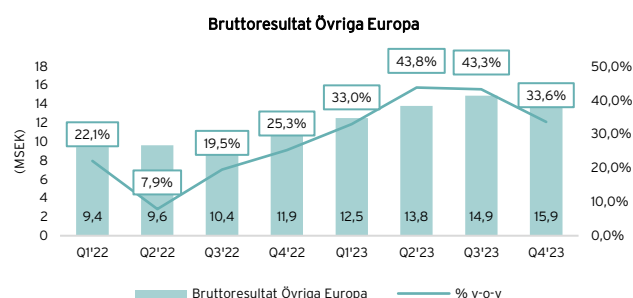
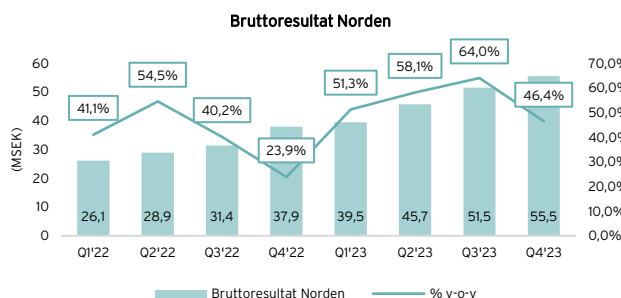


Bruttoresultat

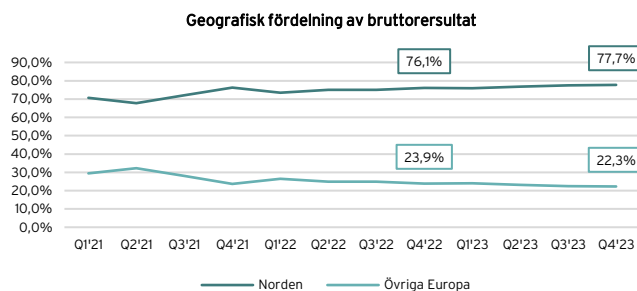
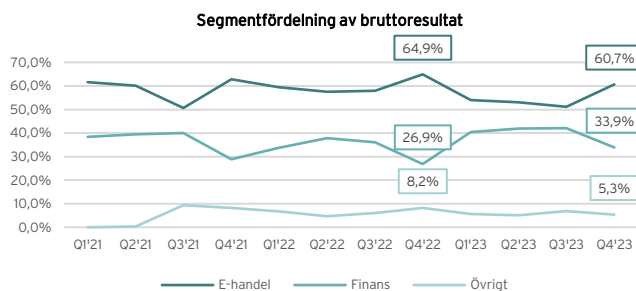
Adtractions bruttoresultat är bolagets intäkter från annonsörer minus provisionsutbetalningar till partners samt vissa personalkostnader. Bruttoresultatet i kvartalet påverkades bland annat positivt av en högre försäljning inom e-handel, som generellt har en högre bruttomarginal än segmentet finans. Bruttoresultatet inom e-handel ökade med 33,6 procent till 43,3 MSEK (32,4). Vidare ökade bruttoresultatet inom finans med 80,6 procent till 24,2 MSEK (13,4). Bruttoresultat från övriga verksamheter uppgick till 3,8 MSEK (4,1). Vi ser därför att den annonserade avyttringen av Klara Lån kommer ha en mycket begränsad påverkan på Adtractions framtida bruttoresultat⁴.



Vidare gynnades bruttoresultatet av en mer gynnsam geografisk mix. Den organiska försäljningen ökade i Norge, Finland, Danmark, Tyskland, Schweiz, Storbritannien, Nederländerna, Frankrike och Italien. I Sverige, Spanien och Polen minskade den organiska försäljningen. Ökningen av det totala bruttoresultatet visade att den europeiska expansionen utanför Sverige fortlöpte planenligt.

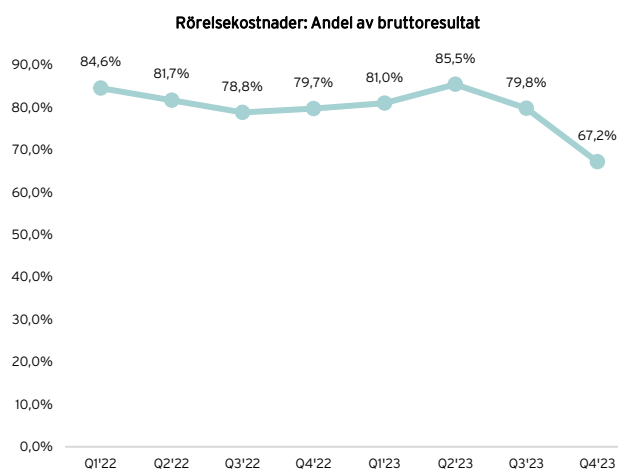
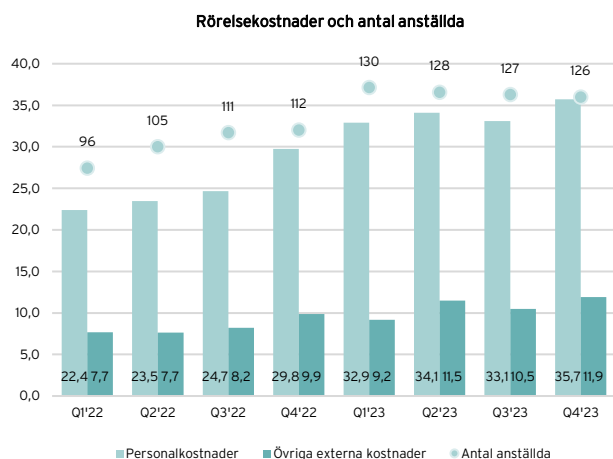


E-handel ökade till att återigen utgöra över 60,0 procent av bruttoresultatet. Vår förväntan är att denna andel kommer öka på sikt i takt med att Adtraction får större fotfäste i Europa utanför Norden. Vår bedömning är att detta kommer gynna den sammanslagna bruttomarginalen då Adtraction primärt satsar på e-handel där. Vidare är den strukturella tillväxten högre jämfört med inom finans.



EBITA

EBITA uppgick till 25,6 MSEK (12,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 6,8 procent (4,7). EBITA ökade med hela 103,2 procent y-o-y, vilket var hänförligt till en högre bruttomarginal och god kostnadskontroll. Bruttoresultatet ökade betydligt snabbare än rörelsekostnaderna (rörelsekostnader exklusive avskrivningar av immateriella tillgångar), vilket återigen visade på skalbarheten i bolagets affärsmodell. Vidare var kvartalet ett bevis på den underliggande lönsamhetspotentialen som finns på befintliga marknader och när e-handel ökar i andel av den totala försäljningen.



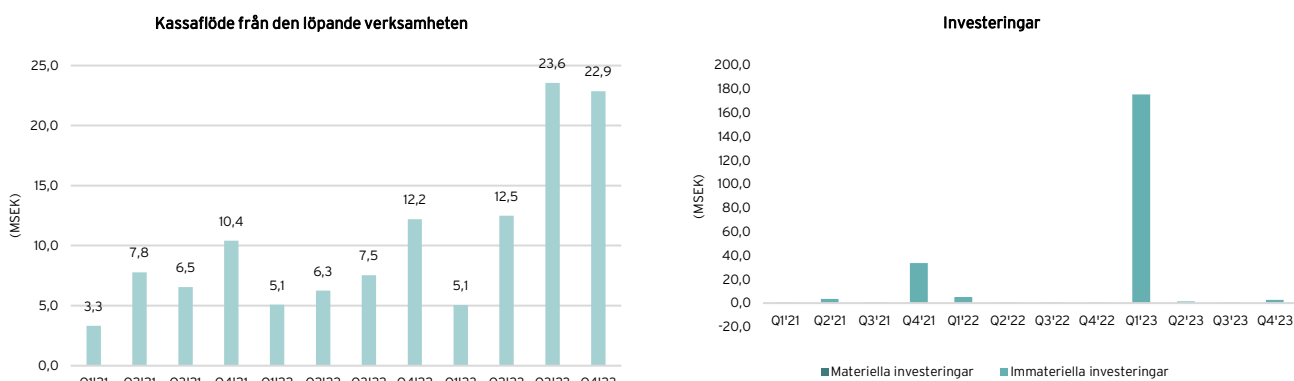
I rapporten gav Adtraction viss guidning kring rörelsekostnaderna framåt och det handlade generellt om att kostnadsmassan kommer öka något. Bolaget bedömer trots detta att EBITA kommer vara något högre i Q1'24 jämfört med proforma EBITA under samma period föregående år. Vidare bedömer bolaget att lönsamheten kommer bli god för helåret 2024. Vi räknar därför med en lägre ökning av rörelsekostnaderna och att kostnadskontrollen kommer att vara fortsatt intakt.

Finansiell ställning

Adtraction har en lång historik av att konvertera en hög andel av EBITA till fritt kassaflöde, vilket lett till kassauppbyggnad. Det beror på att det i regel krävs låga investeringar i plattformen för att stödja framtida organisk tillväxten, vilket återigen belyser styrkan i affärsmodellen. Kassaflödena används sedan för att konsolidera marknaden genom förvärv.

Periodens kassaflöde uppgick till 31,8 MSEK (28,8), vilket innebar att kassan ökade till 116,0 MSEK vid utgången av kvartalet. Vi ser att den starka kassan ger Adtraction fortsatta möjligheter att genomföra förvärv om intressanta möjligheter dyker upp. Bolaget bedömer dock att det inte kommer genomföra några större företagsförvärv under de närmaste kvartalen och styrelsen kommer därför att föreslå en utdelning om 2,0 SEK per aktie. På nuvarande aktiekurs motsvarar detta en direktavkastning om 4,3 procent, vilket vi anser är attraktivt. Vår bedömning är att beslutet i högsta grad grundades på det stora integrationsprojektet som annonserades efter utgången av kvartalet där samtliga annonsörer och partners från Adservice kommer att övergå till att använda Adtractions plattform. Migrationen påbörjades under Q1'24 och förväntas slutföras under Q2'24, vilket ska leda till bättre affärer och betydande fördelar vad gäller teknik och utveckling. Vi ser att övergången kommer stärka konkurrensfördelarna ytterligare då den gemensamma plattformen växer sig betydligt större.

Adtraction förväntar sig fortsatt lönsamhet och positiva kassaflöden under varje enskilt kvartal under 2024. Vår förhoppning att framtida kassaflöden kommer användas för att konsolidera marknaden i Europa utanför Norden, där vi ser betydande möjligheter.



Adtraction hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 619,4 MSEK, varav 50,9 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder samtidigt som kassan ökade till 116,0 MSEK, vilket resulterade i en nettokassa om 116,0 MSEK. Sammantaget betraktar vi fortsättningsvis den finansiella ställningen som mycket stark.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
41,8 % (259,0 MSEK)	0,1 % (0,8 MSEK)	50,9 % (315,1 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
116,0 MSEK	0,0 MSEK	116,0 MSEK

Nuläge och outlook

Adtraction ökade omsättningen med 41,0 procent i det fjärde kvartalet. Den organiska tillväxten uppgick till 4,0 procent och resterande försäljning var hänförligt till förvärvet av Adservice. Adtraction ökade den organiska försäljningen i nio av tolv geografiska marknader och den totala organiska tillväxten visade att bolaget fortsatte vinna marknadsandelar i en svag marknad, främst inom e-handel. Bolaget guidar för att Adtraction (exklusive Adservice) kommer ha en positiv tillväxt under Q1'24. Vidare beräknas Adservice ha en negativ tillväxt om -15-20 procent under samma period, vilket förklaras av en mycket svag marknad för konsumentkrediter. Vår bedömning är att bilden kommer kvarstå under ett par kvartal för att sedan succesivt återhämta sig i takt med att räntenivån stabiliseras alternativt reduceras.

Bruttoresultatet i kvartalet uppgick till 71,3 MSEK (49,8), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,0 procent (18,7). Bruttoresultatet ökade med 43,2 procent och den sammanslagna bruttomarginalen gynnades av en högre försäljning inom e-handel samt en mer gynnsam geografisk mix. Enligt bolaget ökade det sammanslagna bruttoresultatet preliminärt med enstaka procent i januari 2024 jämfört med proforma för 2023. I februari 2024 räknar bolaget med enstaka procent negativ tillväxt för bruttoresultatet. Vi utgår från att bruttoresultatet kommer öka både under Q1'24 och för helåret, drivet av en högre försäljning inom e-handel.

EBITA uppgick till 25,6 MSEK (12,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 6,8 procent (4,7). EBITA ökade med hela 103,2 procent y-o-y, vilket var hänförligt till en högre bruttomarginal och god kostnadskontroll. Bruttoresultatet ökade betydligt snabbare än rörelsekostnaderna, vilket återigen visade på skalbarheten i bolagets affärsmodell. Vidare var kvartalet ett bevis på den underliggande lönsamhetspotentialen som finns på befintliga marknader och när e-handel ökar i andel av den totala försäljningen. Vår förväntan är att bruttoresultatet och bruttomarginalen kommer gynnas positivt av den fortsatta europeiska expansionen och att e-handel ökar i andel av den totala försäljningen.

I rapporten gav Adtraction viss guidning kring rörelsekostnaderna framåt och det handlade generellt om att kostnadsmassan kommer öka något. Bolaget bedömer trots detta att EBITA kommer vara något högre i Q1'24 jämfört med proforma EBITA under samma period föregående år, vilket vi tagit hänsyn till i våra estimat. Vidare bedömer bolaget att lönsamheten kommer bli god för helåret 2024. Vi räknar därför med en lägre ökning av rörelsekostnader och att kostnadskontrollen kommer att vara intakt.

Periodens kassaflöde uppgick till 31,8 MSEK (28,8), vilket innebar att kassan ökade till 116,0 MSEK vid utgången av kvartalet. Vi ser att den starka kassan ger Adtraction fortsatta möjligheter att genomföra förvärv om intressanta möjligheter dyker upp. Bolaget bedömer dock att det inte kommer genomföra några större företagsförvärv under de närmaste kvartalen och styrelsen kommer därför att föreslå en utdelning om 2,0 SEK per aktie. På nuvarande aktiekurs motsvarar detta en direktavkastning om 4,1 procent, vilket vi anser är attraktivt. Adtraction förväntar sig fortsatt positiva kassaflöden under varje enskilt kvartal under 2024. Vår förhoppning är att framtida kassaflöden kommer användas för att konsolidera marknaden i Europa utanför Norden, där vi ser betydande möjligheter.

Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	780,5
Aktiekurs (SEK)	47,0	Nettokassa (MSEK)	116,0
		EV (MSEK)	664,5

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1344,3 MSEK	EV/S	0,5
Bruttoresultat	249,2 MSEK	EV/GP	2,7
EBITA	73,9 MSEK	EV/EBITA	8,9

Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITA-marginal	Soliditet	Kassa
19,4 %	5,5%	50,9%	18,7%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROA	ROIC
4,9%	neg.	-0,2%	-0,6%

Källa: Börndata

Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att nettoomsättningen ökar under tidsperioden, vilket främst är drivet av fortsatt tillväxt inom affärsområdet e-handel. Vi räknar med en utmanande marknad för finansvertikalen och att bilden kvarstår under ett par kvartal för att sedan succesivt återhämta sig. Vi utgår från att bruttomarginalen stiger något och att bruttoresultatet uppvisar positiv tillväxt, vilket främst är hänförligt till den europeiska expansionen och att e-handel ökar i andel av den totala försäljningen. I våra estimat har vi även tagit höjd för marginellt ökade rörelsekostnader. Vår bedömning är att Adtraction når god lönsamhet, men att 2024 blir ett mellanår där tillväxten i EBITA avtar tillfälligt för att sedan accelerera under 2025.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	698,3	925,7	1 344,3	1 390,0	1 519,7
% y-o-y	n/a	32,6%	45,2%	3,4%	9,3%
Övriga intäkter	1,5	2,7	5,7	5,3	6,0
Summa intäkter	699,7	928,4	1350,1	1395,3	1525,7
EV/S	1,0	0,7	0,5	0,5	0,4
Bruttoresultat	125,0	165,7	249,2	270,0	303,9
Bruttomarginal	17,9%	17,9%	18,5%	19,4%	20,0%
% y-o-y	n/a	32,6%	50,4%	8,4%	12,6%
Rörelsekostnader	106,0	149,9	253,3	275,6	292,6
% y-o-y	n/a	41,4%	68,9%	8,8%	5,5%
EBITA	34,7	40,2	74,6	75,6	91,4
EBITA-marginal	5,0%	4,3%	5,5%	5,4%	6,0%
% y-o-y	n/a	15,9%	85,6%	1,4%	23,6%
EV/EBITA	19,2	16,5	8,9	8,8	7,3

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 15x EBITA för helåret 2025E. Vi anser att det är en rimlig multipel givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2025E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBITA 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	15	91,4	1371,5	82,6
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	15	64,0	960,0	57,8

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om Adtraction utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,76	75,7%	32,6%	1,23	23,0%	10,9%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

Känslighetsanalys						
EBITA	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	914,3	55,1	17,1%	640,0	38,5	-18,0%
12	1 097,2	66,1	40,6%	768,0	46,2	-1,6%
15	1 371,5	82,6	75,7%	960,0	57,8	23,0%
17	1 554,3	93,6	99,1%	1 088,0	65,5	39,4%
20	1 828,6	110,1	134,3%	1 280,0	77,1	64,0%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 75,7 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 32,6 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 23,0 procent, vilket ger en CAGR om 10,9 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 16 607 143.

Källor

1. <https://www.svenskhandel.se/rapporter/e-handelsindikatorn>
2. <https://mf.n.se/a/adtraction/tillvaxt-under-black-friday-och-week>
3. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/pong/tabell-och-diagram/utlaning-till-hushall-och-icke-finansiella-foretag-arlig-tillvaxttakt/>
4. <https://mf.n.se/a/adtraction/adtraction-group-ab-ingar-bindande-avtal-kring-avyttring-av-klara-lan-sverige-ab>

Disclaimer

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

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

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

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

Intressekonflikt

Analytikern Pontus Fredriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys