# Adtraction Group

Rapportkommentar Q4'24

2025-02-25

Adtraction redovisade minskad nettoomsättning och EBITA i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 344,3 MSEK (375,2). Bruttoresultatet uppgick till 65,8 MSEK (71,3), med en bruttomarginal på 19,1 procent (19,0). Vidare uppgick EBITA till 18,4 MSEK (25,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 5,3 procent (6,8). Periodens kassaflöde uppgick till -7,9 MSEK (31,8) och kassan minskade till 107,1 MSEK vid kvartalets utgång.

**Lönsamhet och starkt kassaflöde**

Nettoomsättningen minskade med 8,2 procent, drivet av en fortsatt utmanande marknad inom e-handel och finans. Bruttoresultatet sjönk med 7,7 procent, vilket i sin tur resulterade i en EBITA-nedgång på 28,1 procent. Justerat för förvärvet av Adrecord uppgick det fria kassaflödet till 30,5 MSEK, vilket fortsatt bekräftar verksamhetens effektiva konvertering av EBITA. Vi anser att Adtractions förmåga att upprätthålla lönsamhet och generera starka kassaflöden trots en utmanande marknad visar på affärsmodellens robusthet och verksamhetens potential när marknadsförhållandena förbättras.

**Närmar sig en återgång till tillväxt**

Justerat för förvärvet av Adrecord minskade bruttoresultatet med 12,8 procent, vilket var en procentuell förbättring jämfört med föregående kvartal. Adtraction uppger att marknaden fortsatt varit utmanande under inledningen av det första kvartalet, samtidigt som jämförelsetalen är tuffare efter ett starkt första kvartal 2024. Mot bakgrund av detta förväntar sig Adtraction en negativ tillväxt under det första kvartalet, i nivå med det fjärde kvartalet 2024. Samtidigt bedömer bolaget att tillväxten återvänder under det andra kvartalet, vilket tyder på att 2024 var ett tillfälligt hack i tillväxtkurvan och att en bättre marknad väntar.

**Outlook**

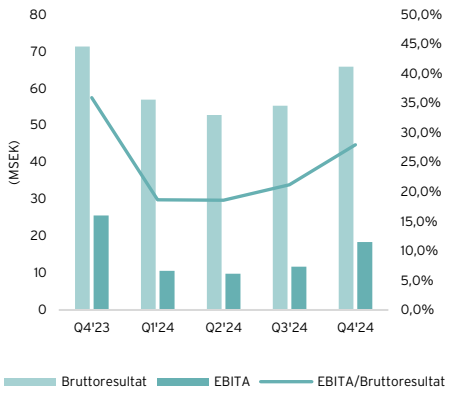
Under 2024 har Adtraction verkat i en marknad som bolaget beskrivit som den mest utmanande sedan grundandet. Trots detta genererade verksamheten en EBITA på 50,5 MSEK och starka kassaflöden, vilket visar på plattformens och affärsmodellens styrkor, den höga diversifieringen och bolagets förmåga att anpassa sig till förändringar i marknaden. Adtraction är fortsatt lågt värderat och med en positiv utsikt för 2025 bedömer vi att aktien nått en bottennivå. Vi har gjort mindre justeringar i våra estimat, men står fast vid vår prognos om en gradvis återhämtning och tillväxt under året. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 56,1 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 70,6 procent.

| *(MSEK)* | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **925,7** | **1 344,3** | **1 202,5** | **1 253,5** | **1 398,5** |
| *Tillväxt y-o-y* | *32,6%* | *45,2%* | *-10,5%* | *4,2%* | *11,6%* |
| Övriga intäkter | 2,7 | 5,7 | 4,3 | 5,0 | 5,5 |
| **Summa intäkter** | **928,4** | **1 350,1** | **1 206,8** | **1 285,5** | **1 404,0** |
| *EV/S* | *0,5* | *0,3* | *0,4* | *0,4* | *0,3* |
| **Bruttoresultat** | **165,7** | **249,2** | **230,8** | **241,1** | ***269,7*** |
| *Bruttomarginal* | *17,9%* | *18,5%* | *19,2%* | *19,2%* | *19,3%* |
| **Rörelsekostnader** | **-149,9** | **-253,3** | **-257,4** | **-260,2** | **-268,0** |
| *Tillväxt y-o-y* | *41,4%* | *68,9%* | *1,6%* | *1,1%* | *3,0%* |
| **EBITA** | **40,2** | **74,6** | **50,5** | **61,7** | **77,7** |
| *EBITA-marginal* | *4,3%* | *5,5%* | *4,2%* | *4,9%* | *5,6%* |
| *Tillväxt y-o-y* | *15,9%* | *85,6%* | *-32,3%* | *22,1%* | *26,0%* |
| *EV/EBITA* | *10,9* | *5,9* | *8,7* | *7,1* | *5,7* |

**Fakta**

| | |
|---|---|
| VD | Simon Gustafson |
| Lista | First North |
| Ticker | ADTR |
| Aktiekurs (SEK) | 32,9 |
| Antal aktier (M) | 16,6 |
| Börsvärde (MSEK) | 546,4 |
| Nettokassa (MSEK) | 107,9 |
| EV (MSEK) | 439,3 |
| Insiderägande | 32,8% |
| Nästa rapport | 2025-04-28 |

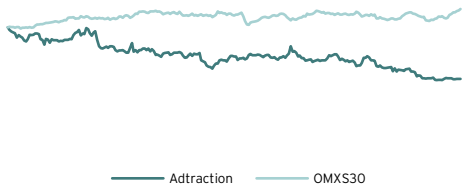
**Kvartalsutveckling**




**Analytiker**


Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se


**Kursutveckling 12 månader**




| Kursutveckling % | 1 m | 3 m | 12m |
|---|---|---|---|
| Adtraction | 6,1 | -3,5 | -30,7 |

*Detta är en uppdragsanalys. Mer information och disclaimer finns på sista sidan.*

# Key Insights

### Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden och har stärkt sin marknadsposition avsevärt genom förvärvet av Adservice. Vår bedömning är att förvärvet har bidragit till att stärka plattformens nätverkseffekter och konkurrenskraftighet, då den gemensamma plattformen har vuxit sig betydligt större.

### Skalbar affärsmodell

Adtractions skalbara affärsmodell gör det möjligt för bolaget att öka bruttoresultatet snabbare än rörelsekostnaderna. Bolagets kunder betalar dessutom endast för faktiska resultat, vilket bidrar till stabila kassaflöden även under osäkra tider.

### Låg värdering

Vi bedömer att Adtraction är lågt värderat. Baserat på våra estimat för 2026E handlas bolaget till 5,7x EV/EBITA, vilket vi anser är för lågt givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet.

*"Vi förväntar oss en negativ tillväxt under det första kvartalet ungefär i nivå med det fjärde kvartalet 2024. Jag bedömer att vi återigen kommer att visa en positiv tillväxt från och med det andra kvartalet 2025."*

- VD Simon Gustafson

## Investeringscase

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

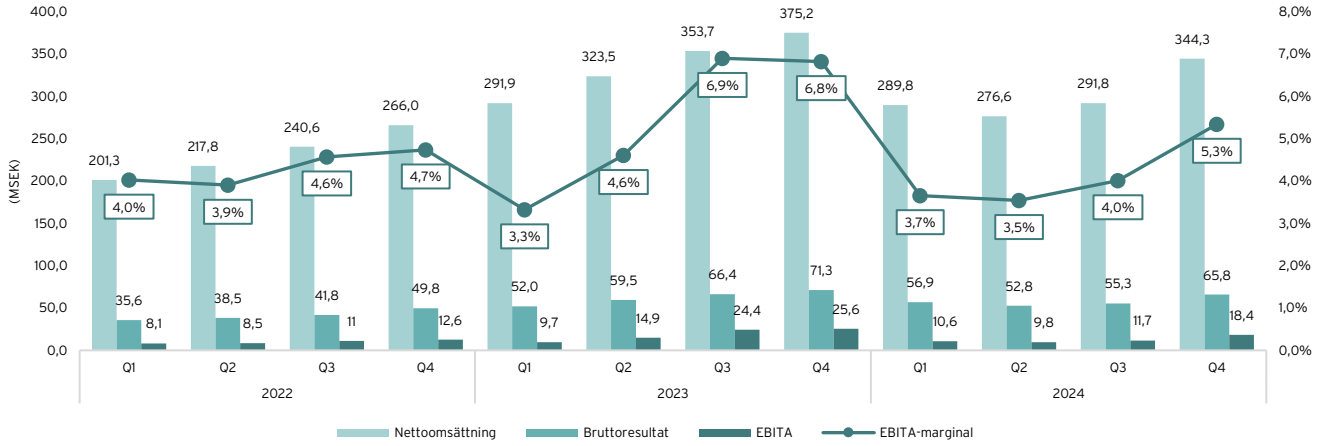
# Lönsamhet och starka kassaflöden

Nettoomsättningen under det fjärde kvartalet uppgick till 344,3 MSEK (375,2), vilket motsvarade en minskning med 8,2 procent. Minskningen berodde främst på en fortsatt utmanande marknad inom e-handel och finans.

Bruttoresultatet minskade med 7,7 procent till 65,8 MSEK (71,3), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,1 procent (19,0). Justerat för förvärvet av Adrecord minskade bruttoresultatet med 12,8 procent, vilket innebar en procentuell förbättring jämfört med föregående kvartal.

EBITA minskade med 28,1 procent till 18,4 MSEK (25,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 5,3 procent (6,8). Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 1,1 procent till 48,4 MSEK (48,9), trots engångskostnader på 2,7 MSEK kopplade till uppsägningar. Eftersom den övriga kostnadsbasen var stabil föll hela minskningen av bruttoresultatet direkt ned på EBITA, vilket präglades av den svaga marknaden. Under kvartalet ökade antalet anställda med sex personer mot föregående kvartal, men organiskt minskade organisationen då Adrecord tillförde nio anställda. Justerat för engångskostnader var rörelsekostnaderna i linje med föregående kvartal, vilket bekräftar att bolagets åtgärder för att effektivisera organisationen gav resultat.

**Finansiell utveckling**




## Estimat vs utfall

Rapporten var något svagare än våra förväntningar, främst på grund av en lägre omsättning i plattformen och därmed ett svagare bruttoresultat. Samtidigt var rörelsekostnaderna något högre än förväntat, huvudsakligen till följd av engångskostnader kopplade till organisatoriska förändringar och uppsägningar. Justerat för dessa uppgick EBITA till 21,1 MSEK, vilket var betydligt närmare våra estimat. Sammantaget visade rapporten att EBITA-marginalen har goda förutsättningar att stärkas i takt med att marknadsförhållandena förbättras.

**Utfall vs Estimat Q3 2024**

| *(MSEK)* | Q4'23 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24E | Q4'24A | Diff |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **375,2** | **289,8** | **276,6** | **291,8** | **357,0** | **344,3** | **-12,7** |
| *% y-o-y* | *41,0%* | *-0,7%* | *-14,5%* | *-17,5%* | *-4,8%* | *-8,2%* | *-3,6%* |
| Övriga rörelseintäkter | 1,9 | 0,9 | 1,6 | 0,9 | 1,0 | 0,8 | -0,2 |
| **Summa intäkter** | **377,0** | **290,7** | **278,2** | **292,7** | **358,0** | **345,1** | **-12,9** |
| **Bruttoresultat** | **71,3** | **56,9** | **52,8** | **55,3** | **69,1** | **65,8** | **-3,3** |
| *Bruttomarginal* | *19,0%* | *19,6%* | *19,1%* | *19,0%* | *19,3%* | *19,1%* | *-0,2pp* |
| *% y-o-y* | *43,2%* | *9,4%* | *-11,3%* | *-16,7%* | *-3,2%* | *-7,7%* | *-4,8%* |
| **Rörelsekostnader** | **-67,1** | **-66,2** | **-62,1** | **-61,9** | **-63,5** | **-67,3** | **3,8** |
| *% y-o-y* | *3,6%* | *14,9%* | *-5,2%* | *-1,9%* | *-5,4%* | *0,3%* | *6,0%* |
| **EBITA** | **25,6** | **10,6** | **9,8** | **11,7** | **23,9** | **18,4** | **-5,5** |
| *EBITA-marginal* | *6,8%* | *3,7%* | *3,5%* | *4,0%* | *6,7%* | *5,3%* | *-1,4pp* |
| *% y-o-y* | *103,2%* | *9,3%* | *-34,2%* | *-52,0%* | *-6,5%* | *-28,1%* | *-23,0%* |

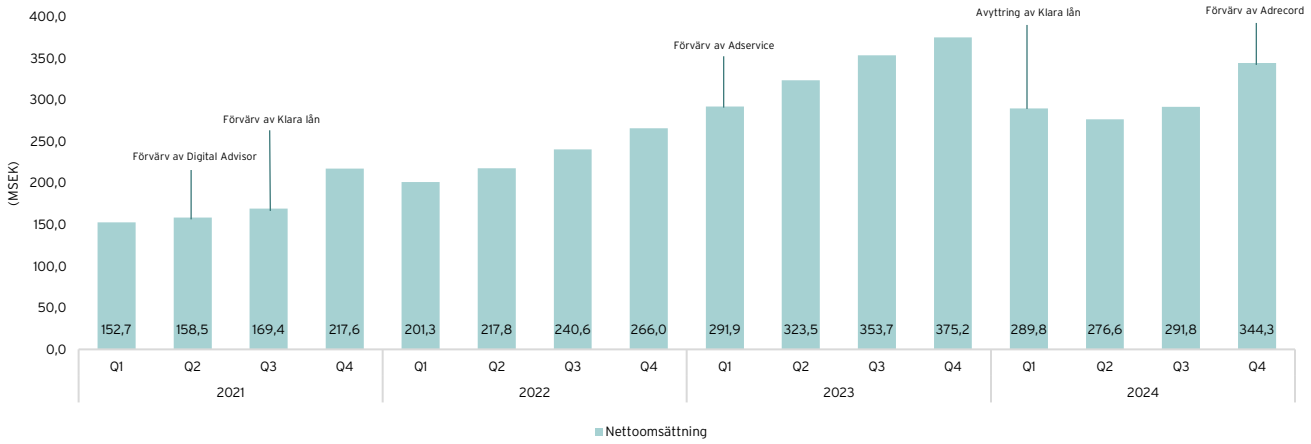
# Närmar sig en återgång till tillväxt

## Nettoomsättning

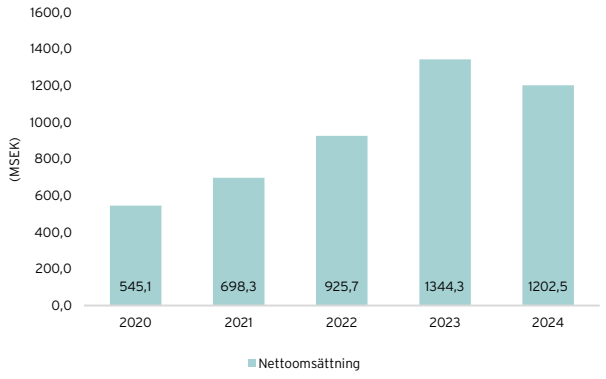
Den lägre omsättningen i plattformen berodde på en fortsatt utmanande marknad inom e-handel och finans. I rapporten uppgav bolaget att marknaden fortsatt varit utmanande under inledningen av det första kvartalet, samtidigt som jämförelsetalen är tuffare efter ett starkt första kvartal 2024. Mot bakgrund av detta förväntar sig Adtraction en negativ tillväxt under det första kvartalet, i nivå med det fjärde kvartalet 2024. Samtidigt bedömer bolaget att tillväxten återvänder under det andra kvartalet. Vi delar Adtractions uppfattning att de utmaningar som bolaget mött är av övergående karaktär, vilket tyder på att 2024 var ett tillfälligt hack i tillväxtkurvan och att marknadsförhållandena förväntas förbättras inom en snar framtid. Därtill har bolaget genomfört flera strategiska satsningar under året som vi bedömer kommer att ge positiv effekt framöver.

Vi förväntar oss att den initiala återgången till tillväxt främst kommer att drivas av en starkare e-handel, där en förbättring hos större aktörer i Norden, plattformsanpassning för mindre kunder och fortsatt expansion i övriga Europa blir viktiga faktorer. Inom finans väntar nya regleringar och ytterligare lagförslag kan tillkomma, vilket kan skapa viss kortsiktig osäkerhet kring kreditvolymer. Vi förväntar oss trots detta en gradvis tillväxt inom finans mot slutet av året i takt med att räntorna stabiliseras eller sänks på de olika marknaderna.

### Nettoomsättning, kvartal




### Nettoomsättning, helår




### Nettoomsättning, R12

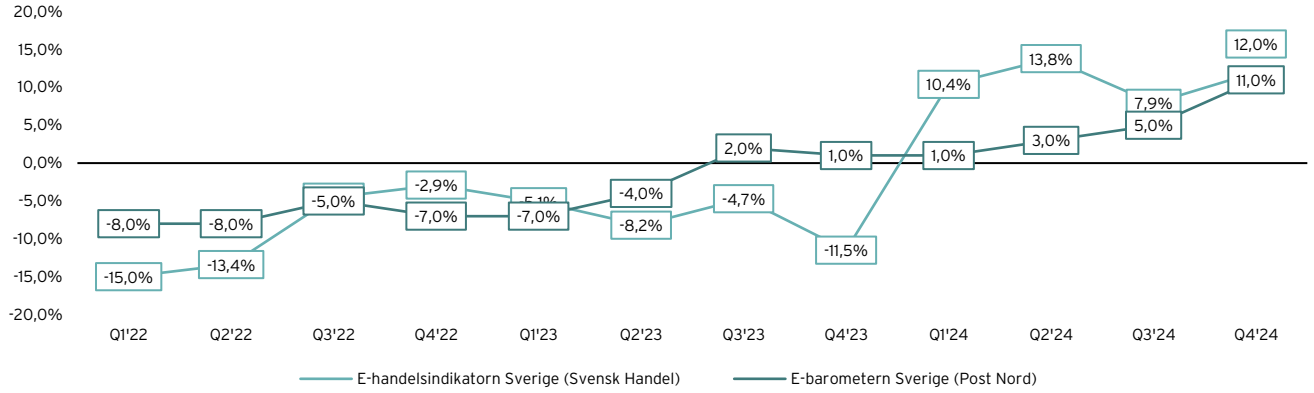
## E-handel

Enligt bolaget har omsättningen inom e-handelsvertikalen påverkats av budgetrestriktioner, pausade kampanjer från enskilda annonsörer och en svagare konsumentefterfrågan under 2024. Vi ser dessa budgetneddragningar och pausade kampanjer som tillfälliga åtgärder, särskilt då minskade investeringar i Adtractions tjänster över tid leder till lägre försäljning och lönsamhet för annonsörer samt att de endast betalar vid faktiska transaktioner. Vi förväntar oss därför att annonsörerna succesivt återgår till Adtractions tjänster i större utsträckning.

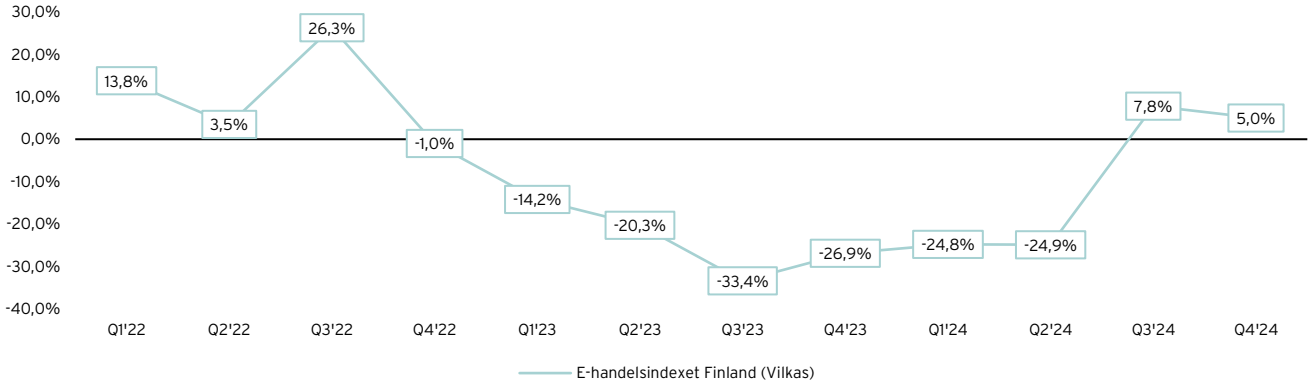
Enligt Svensk Handel ökade e-handelns omsättning i Sverige med 12,0 procent under kvartalet[1]. Även Post Nords mätning tyder på en ökad köpkraft hos konsumenter, även om deras siffror visar en lägre tillväxttakt i Sverige[2]. Ytterligare ett positivt tecken var att den finska e-handelsmarknaden ökade med 5,0 procent enligt Vilkas, vilket innebär att marknaden har uppvisat tillväxt två kvartal i rad[3]. Det finns således tecken på en ökad efterfrågan inom den nordiska e-handelsmarknaden. Adtraction breddar nu även plattformen mot mindre kunder i Sverige genom lanseringen av en mer automatiserad tjänst, vilket stärket utsikterna ytterligare.

Samtidigt ökar konkurrensen, där utländska aktörer tar en större andel av marknaden. Enligt Svensk Handel handlade cirka 21,0 procent av konsumenterna på utländska plattformar under november och december, med kinesiska aktörer som Temu och Shein i spetsen. Den uppgång som marknadssiffrorna visar kan därför delvis bero på denna utveckling, vilket kan vara en förklaring till den utmanande marknaden. I övriga Europa har Adtraction visat större motståndskraft, drivet av bolagets fortsatta expansion och ökade marknadsandelar. Sammantaget förväntar vi oss att Adtractions e-handelsvertikal växer under 2025, drivet av en förbättring hos större aktörer i Norden, plattformsanpassning för mindre kunder och fortsatt expansion i övriga Europa.

### Kvartalsvis tillväxttakt för e-handelsmarknaden, Sverige




### Kvartalsvis tillväxttakt för e-handelsmarknaden, Finland



## Finans

Marknaden för nyutlåning till hushåll har varit svag under 2024[4]. Enligt Adtraction är efterfrågan på lån fortsatt hög, men långivare har blivit mer restriktiva i sin kreditgivning. Denna försiktighet är främst en följd av de senaste räntehöjningarna, vilket gör det svårare för hushållen att få lån beviljade och minskar deras vilja att ta på sig större skulder, exempelvis genom bostadslån eller konsumtionskrediter.

Lånemarknaden i Sverige genomgår för närvarande en omfattande regleringsprocess med nya regleringar och lagförslag under diskussion. Bland annat handlar det om ett kostnadstak på konsumentkrediter, avtrappning av ränteavdrag för lån utan säkerhet, översyn av bolånetaket samt krav på banktillstånd för långivare och förmedlare av lån utan säkerhet.

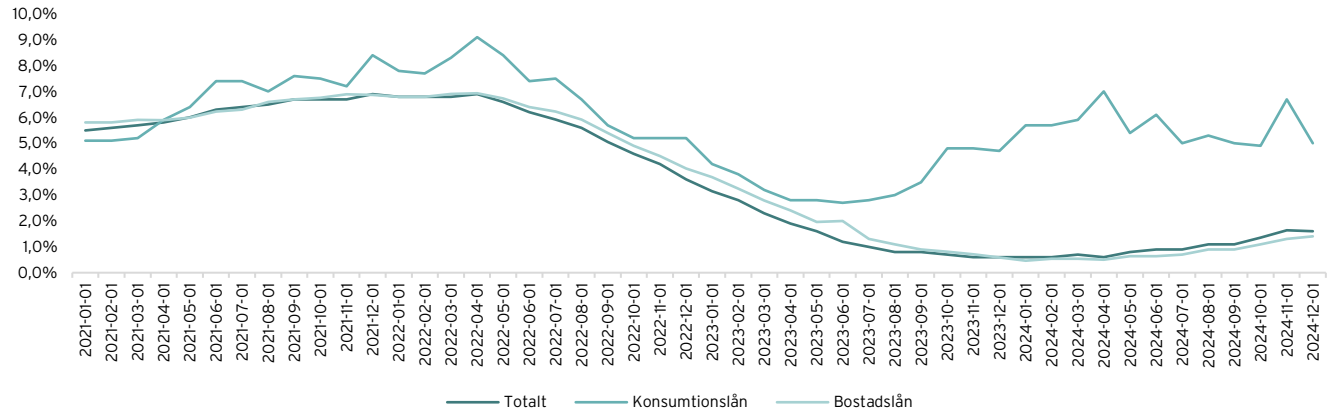
En av förändringarna är att ränteavdrag för blancolån fasas ut under en tvåårsperiod med start den 1 januari 2025. För beskattningsåret 2025 halveras avdraget, vilket innebär att låntagare endast kan dra av 50,0 procent av sina ränteutgifter på dessa lån. Från och med 2026 slopas avdraget helt[5]. Enligt bolaget har det ännu inte märkt någon effekt på kreditvolymerna. Samtidigt återstår det att se den långsiktiga påverkan då regeländringen fortfarande är ny och att det kan ta tid innan konsumentbeteenden och långivarnas erbjudanden anpassas till de nya förutsättningarna.

Utöver ränteavdragets avtrappning införs ett räntetak på 20,0 procent för konsumentkrediter i mars 2025, vilket kan medföra viss kortsiktig osäkerhet kring kreditvolymer. Enligt bolaget finns en risk att bruttoresultatet i sämsta fall minskar med några procentenheter till följd av denna reglering, förutsatt att inga andra faktorer påverkar. Samtidigt skickar den hittills oförändrade effekten på kreditvolymerna efter ränteavdragets förändring en positiv signal om att den totala påverkan kan bli begränsad.

Ur Adtractions perspektiv har dessa förändringar en marginell påverkan, då den svenska lånemarknaden endast utgör en del av bolagets finansvertikal. Vidare är regeländringar en återkommande del av branschen, vilket ofta leder till kortsiktiga marknadsförändringar men sällan påverkar efterfrågan långsiktigt. Det beror på att branschen är van vid att hantera nya regleringar, och historiskt har marknaden alltid återhämtat sig, eftersom efterfrågan på lån är strukturellt stark. Adtraction ser därför ingen större risk för verksamheten, även om vissa anpassningar kan behöva genomföras.

Räntan i Sverige och på andra marknaden har börjat sjunka den senaste tiden, vilket är positivt för både lånemarknaden och Adtraction. Effekten av räntesänkningar är dock sällan omedelbar, utan det kan ta upp till ett år innan de får fullt genomslag i ekonomin. Sammantaget har vi tagit höjd för att finansvertikalen sjunker med några procentenheter för helåret till följd av regleringarna, men att dess bidrag gradvis kan öka mot slutet av 2025 i takt med att räntesänkningarna förväntas få effekt.

**Månadsvis tillväxttakt för nyutlåning till hushåll, Sverige**



# Adtraction hanterar ständiga förändringar i marknaden

Adtraction driver en digital plattform som sammanför annonsörer (företag) med partners (affiliates) för att öka försäljningen online. Plattformen är baserad på prestationsbaserad marknadsföring, vilket innebär att annonsörer endast betalar när en partner genererar en faktisk transaktion. Adtraction fungerar som en mellanhand och tar en andel av de provisioner som annonsörerna betalar till partners via plattformen. Vanligtvis behåller Adtraction cirka 18,0-21,0 procent av intäkterna, medan resterande andel går till partnern. Adtraction har byggt upp ett omfattande nätverk av annonsörer och partners, vilket genererar starka nätverkseffekter som gör plattformen unik jämfört med liknande lösningar. Plattformen skapar tydliga incitament för alla parter att maximera antalet transaktioner.

## Utfasningen av tredjepartscookies

För att affärsmodellens kraft ska fungera är det viktigt att Adtractions plattform kan spåra och registrera transaktioner på ett tillförlitligt sätt. Detta sker genom antingen deterministisk eller probabilistisk spårning, beroende på vad som passar bäst i varje situation. Deterministisk spårning är mer exakt, medan probabilistisk är mer flexibel och används när tydliga spår inte finns tillgängliga. Spårningstekniken utvecklas ständigt, främst på grund av förändringar från Apple och Google, vilket kräver att Adtraction kontinuerligt anpassar sin teknik.

Den deterministiska spårningsmetoden kräver användning av cookies. Apple har blockerat tredjepartscookies, medan Google tillåter dem. Förstapartscookies är fortfarande tillåtna och Adtraction anpassade sin spårningsteknik för detta redan 2018, vilket innebär att utfasningen av tredjepartscookies inte utgör något hinder för verksamheten. Vi anser att detta visar på Adtractions förmåga att hantera marknadsförändringar.

**Deterministisk spårning**

Deterministisk spårning fungerar som ett kvitto för att bevisa ett köp. Tekniken bygger på exakt data, till exempel att en cookie sparas i webbläsaren när användare klickar på en annons. När ett köp sedan genomförs kan det enkelt spåras till tidigare aktivitet. Det är en pålitlig och exakt metod som baseras på tydliga och verifierbara bevis. Det är som att säga:

"Vi vet att den här användaren klickade på annonsen och genomförde köpet."

**Probabilistisk spårning**

Probabilistisk spårning fungerar mer som en kvalificerad gissning baserad på olika ledtrådar. Istället för exakta bevis använder den information som exempelvis IP-adress, enhetstyp, tidpunkt och beteendemönster för att koppla samman en användares klick med en transaktion. Det är som att säga:

"Baserat på all tillgänglig information är det högst sannolikt att det var den här användaren som genomförde köpet."

## Anonymisering av data

Apple har på senare tid vidtagit åtgärder för att anonymisera användardata, bland annat genom införandet av Apple Private Relay. Apple Private Relay är en integritetsfunktion i iCloud+ som krypterar IP-adresser och annan känslig information för att ge användare ett mer anonymt surfande. Detta utgör en utmaning för deterministisk spårning. Adtraction påverkas dock inte nämnvärt av detta, då det enligt avtal alltid är deras egna beräkningar som avgör om en annonsör ska faktureras för en transaktion. Det är alltså alltid Adtractions system som gäller, oavsett om transkationen spåras via deterministisk eller probabilistisk spårning.

Adtraction har som tidigare nämnt en lång erfarenhet av att anpassa sig till tekniska förändringar inom tracking. Bolaget kommer därför högst troligtvis att fortsätta vara en relevant och viktig aktör så länge annonsörer söker alternativ till traditionell marknadsföring med fasta avgifter oberoende prestation. Adtraction har också möjlighet att snabbt ställa om till alternativa affärsmodeller om möjligheten till spårning skulle upphöra helt, såsom att ta betalt per klick eller liknande lösningar. Vi känner oss därför trygga med att Adtraction kan navigera runt dessa potentiella trackingutmaningar och fortsätta sin verksamhet även i ett worst case-scenario.

Dessa utmaningar bidrar samtidigt till att höja inträdesbarriärerna för nya aktörer, eftersom den ökade tekniska komplexiteten gör det svårare för konkurrenter att etablera sig. Vi bedömer också att mindre aktörer med begränsade resurser kommer att få det allt svårare att anpassa sig till de ständiga tekniska förändringarna. Detta är sannolikt en av anledningarna till att Adtraction historiskt kunnat genomföra förvärv till attraktiva multiplar. Vi ser en fortsatt möjlighet för Adtraction att göra fler förvärv till fördelaktiga villkor, särskilt med tanke på bolagets finansiella styrka, tidigare erfarenhet och uttalade intresse av fler förvärv.

## Uppdateringar av sökordsoptimering

När användare söker på Google används avancerade rankningssystem för att snabbt leverera relevant och användbar information. Systemen bygger på en serie av algoritmer som analyser sökfrågan och avgör vilka webbsidor som ska visas. Google uppdaterar regelbundet sina algoritmer för att förbättra kvaliteten på sökresultaten, vilket påverkar hur webbplatser rankas baserat på innehållets relevans.

Partners som använder gamla eller otillåtna metoder riskerar att tappa sin placering i sökresultaten, vilket kan leda till minskad trafik och färre transaktioner. Åt andra hållet kan partners som kontinuerligt uppdaterar och optimerar sitt innehåll efter Googles senaste riktlinjer förbättra sin synlighet, öka trafiken och driva fler transaktioner. Det är därför viktigt för partners att anpassa sig till dessa förändringar för att ständigt vara relevanta hos Google. Utmaningen ligger i att Google aldrig avslöjar exakt vad partners behöver fokusera på.

Adtraction hanterar denna dynamik genom ett brett och ständigt växande partnernätverk. Nya skickliga aktörer ansluter löpande och hittar nya sätt att driva trafik, medan de som inte lyckas anpassa sig fasas ur. Detta skapar en naturlig urvalsprocess där de mest framgångsrika och anpassningsbara partnersen består, vilket stärker nätverkets kvalitet och effektivitet över tid. Adtractions nätverk består av närmare 10 000 samarbetspartners och ingen enskild partner utgör mer än en låg ensiffrig andel av bruttoresultatet, vilket gör att risken kopplat till partnerberoende är tämligen låg. Bolagets partners har dessutom diversifierade trafikflöden, vilket minskar sårbarheten ytterligare. Den höga diversifieringen är en stor styrka som minskar risken för intäktsbortfall och skapar goda förutsättningar att upprätthålla en hög och hållbar tillväxt, vilket historiken tydligt visar.

**Adtractions partner**

| Innehåll | Influencers | Affiliates | Teknik | Finans |
|---|---|---|---|---|
| stora mediahus till nischade hemsidor drivna av privatpersoner | Instagram, YouTube, TikTok, podcasts och bloggar | Hemsidor som lojalitetsprogram, cashbackprogram, kupong- och rabattprogram och nyhetsbrev | Appar, jämförelsetjänster och dataflödesaggregatorer | Marknadsföring inom finanssektorn |

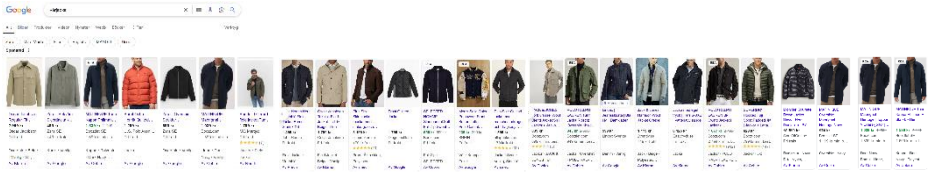
## Ökad andel betalda sökresultat

Under 2012 omvandlade Google sin tidigare kostnadsfria jämförelsetjänst Google Product Search till en betald tjänst under namnet Google Shopping[6]. Detta innebar att annonsörer nu behövde betala för att deras produkter skulle synas i sökresultaten. Under 2017 utfärdade Europeiska kommissionen en bot på 2,42 miljarder euro mot Google för att ha missbrukat sin dominerande marknadsställning genom att gynna sin egen shoppingtjänst i sökresultaten, vilket ansågs ge en orättvis konkurrensfördel gentemot andra prisjämförelsetjänster[7].

Som en konsekvens av detta tvingades Google öppna upp sin shoppingtjänst för externa tredjepartsaktörer. Detta har lett till att aktörer som Precis och Feedoptimise nyttjar affiliatenätverkens befintliga produktflöden med olika annonsörer. Adtractions partner får på så sätt en del av detta flöde utan att behöva betala för det.

Google rör sig dock alltmer mot fler betalda sökresultat och widgets, vilket leder till att fler partners köper trafik snarare än att enbart förlita sig på sökordsoptimering. Modellen skapar en win-win-situation där både Google, partnern och Adtraction tjänar på upplägget. I grunden handlar det om att partnern är skickligare på att köpa Google-trafik än annonsörer, vilket innebär att annonsör annars hade gått miste om värdefull trafik. Många annonsörer investerar även själva en stor del av sin marknadsföringsbudget på betalda annonser på Google. Konkurrensen är hård och kostnaden per annons kan därför vara hög. En mer strategisk approach vore att minska beroendet av betalda Google-annonser och satsa mer på prestationsbaserad marknadsföring. Detta skulle ge annonsörerna en mer diversifierad trafikmix, ökad effektivitet och lägre marknadsföringskostnader.

**Betalda sökresultat försämrar användarupplevelsen**

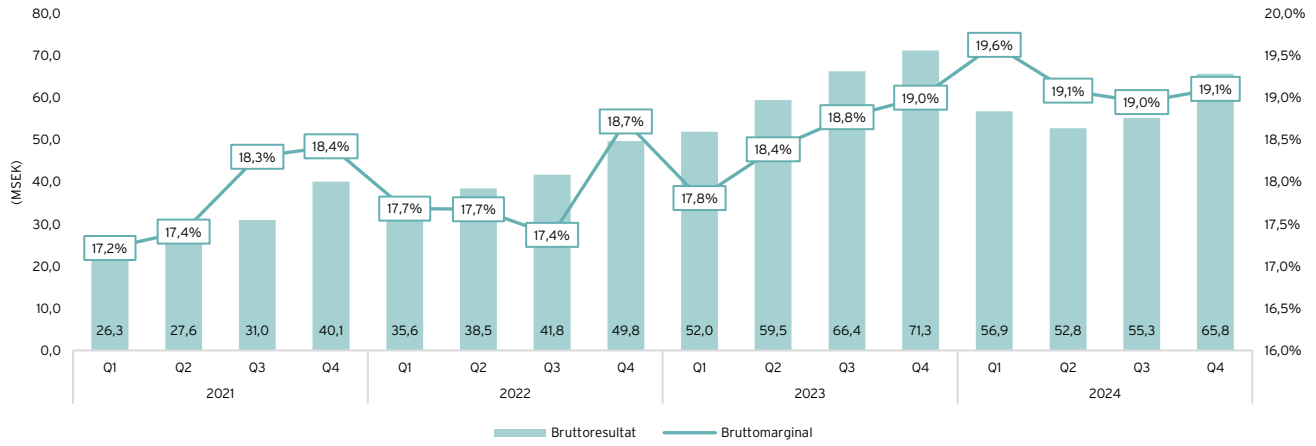


# Marginalexpansion i korten

## Bruttomarginal

Bruttoresultatet minskade med 7,7 procent till 65,8 MSEK (71,3), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,1 procent (19,0). Justerat för förvärvet av Adrecord minskade bruttoresultatet med 12,8 procent, men visade samtidigt en procentuell förbättring jämfört med föregående kvartal. Adtractions förmåga att öka bruttomarginalen stärker vår tro ytterligare att bolaget har goda förutsättningar att förbättra EBITA-marginalen.

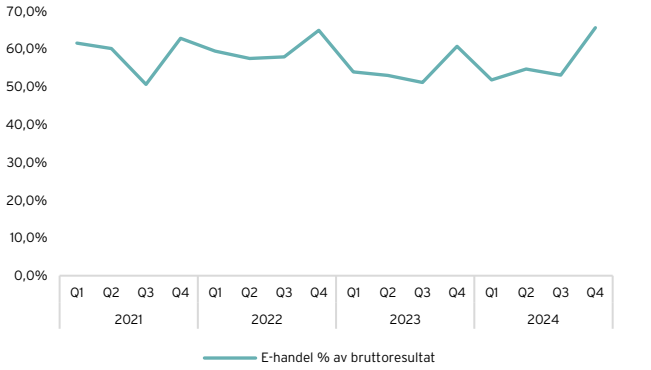
### Bruttomarginal, historisk utveckling



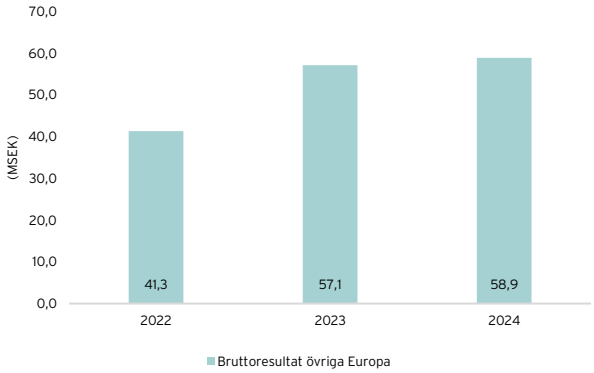

Vi bedömer att en högre andel e-handel gynnar produktmixen, vilket blir särskilt tydlig när bruttomarginalen sätts i relation till e-handelns andel av bruttoresultatet. Vi räknar med att denna andel ökar i takt med marknadens återhämtning, Adtractions expansion i övriga Europa utanför Norden och att plattformens breddning mot mindre kunder börjar ge tydligare avtryck i resultaträkningen.

Bruttomarginalen har hållit sig stark och till och med ökat under vissa kvartal under 2023 och 2024, trots att e-handeln andel varit lägre. Detta sammanfaller väl med förvärvet och konsolideringen av Adservice, vilket tyder på att bolaget lyckats förbättra bruttomarginalen inom finansvertikalen. Utvecklingen indikerar att bruttomarginalens golv nu ligger på en högre nivå än tidigare. Vi bedömer att det finns fortsatt potential att höja provisionsnivåerna inom finansvertikalen, särskilt efter att migrationen till Adtractions plattform slutfördes i Q2'24. Sammantaget ser vi flera faktorer som talar för en fortsatt positiv utveckling för bruttomarginalen.

### E-handel % av bruttoresultat




### Bruttoresultatet i övriga Europa fortsatte öka

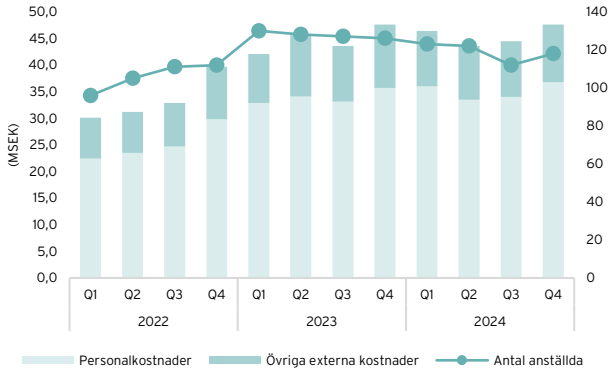


## Rörelsekostnader

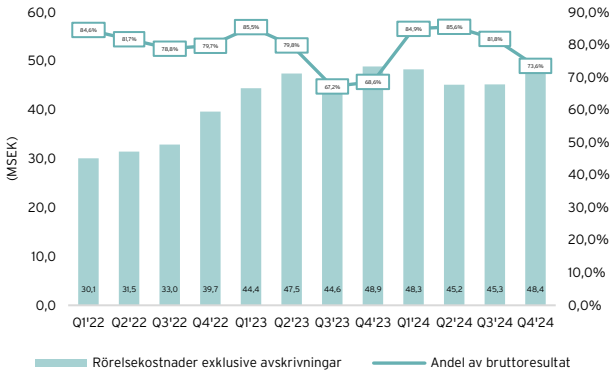
Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 1,1 procent till 48,4 MSEK (48,9), trots engångskostnader på 2,7 MSEK kopplade till uppsägningar. Antalet anställda ökade med sex personer sekventiellt, men organiskt minskade organisationen både jämfört med föregående år och föregående kvartal, då Adrecord tillförde nio anställda vid förvärvet. Justerat för engångskostnader var rörelsekostnaderna i linje med föregående kvartal, vilket bekräftar att bolagets effektiviseringsåtgärder har gett resultat.

Sammantaget ser vi goda möjligheter för Adtraction att förbättra EBITA-marginalen i takt med att bruttoresultatet ökar, särskilt då affärsmodellen är skalbar med en hög andel fasta kostnader. Plattformens skalbarhet förbättras dessutom av expansionen mot mindre kunder, eftersom mindre kunder inte har samma behov av skräddarsydda lösningar.

### Rörelsekostnader exklusive avskrivningar



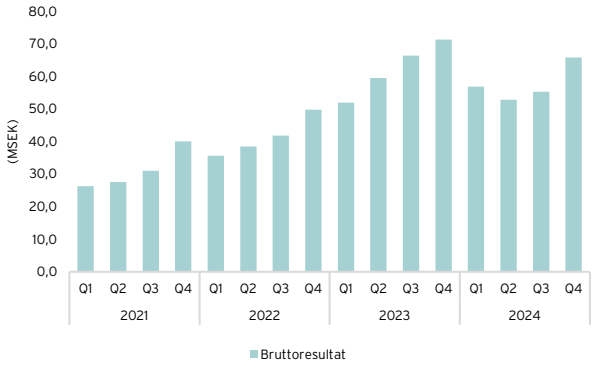

### Andel av bruttoresultat



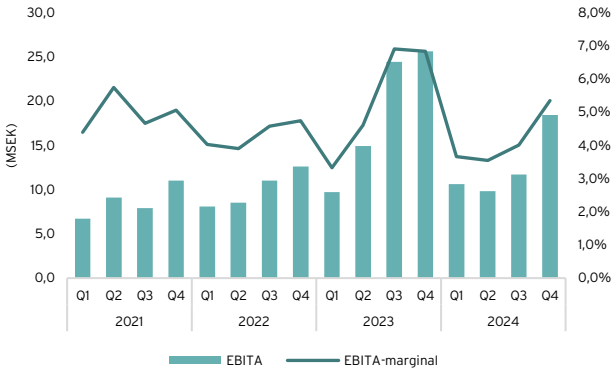

## EBITA

EBITA minskade med 28,1 procent till 18,4 MSEK (25,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 5,3 procent (6,8). Den goda kostnadskontrollen innebar att hela nedgången i bruttoresultatet slog igenom i EBITA, vilket fortsatt påverkades av den svaga marknaden. Samtidigt ökade EBITA-marginalen markant jämfört med föregående kvartal, vilket ytterligare bekräftar Adtractions möjligheter att stärka marginalen i takt med att bruttoresultatet ökar. Framtida förvärv kan dessutom förbättra marginalen ytterligare, då rörelsekostnadernas andel av bruttoresultatet minskar efter migreringen till Adtractions plattform.

### Bruttoresultat




### EBITA och EBITA-marginal

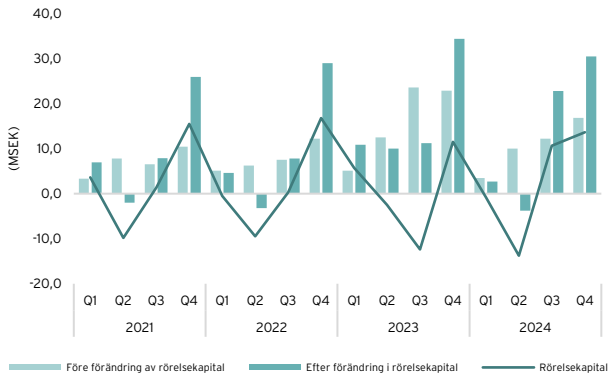


# Finansiell ställning

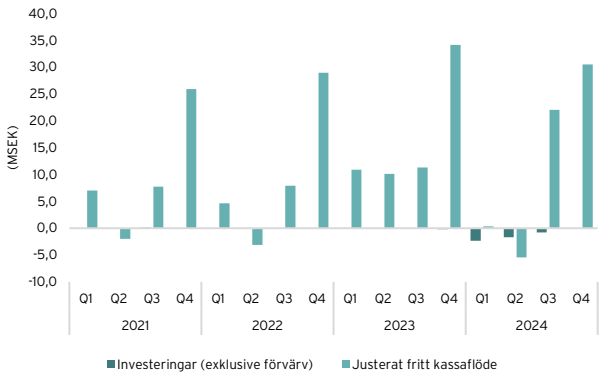
Adtraction har en stark historik av att omvandla en hög andel av EBITA till fritt kassaflöde, vilket har bidragit till en stabil kassauppbyggnad. Detta är ett resultat av en effektiv rörelsekapitalhantering och låga investeringsbehov i plattformen för att stödja framtida tillväxt, vilket ytterligare visar på affärsmodellens styrka. De genererade kassaflödena används sedan främst för utdelningar till aktieägarna eller för att genomföra strategiska förvärv.

Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändring av rörelsekapital uppgick till 30,5 MSEK (34,4). Justerat för förvärvet av Adrecord uppgick det fria kassaflödet till 30,5 MSEK (34,1). Periodens totala kassaflöde uppgick till -7,9 MSEK (31,8), efter att bolaget även delade ut 16,6 MSEK (0,0) till aktieägarna. Detta resulterade i en minskning av kassan till 107,1 MSEK (116,0) vid utgången av kvartalet. Vi bedömer att den starka nettokassan i kombination med den stabila kassagenereringen ger Adtraction möjlighet att både investera i nya förvärv och fortsätta dela ut kapital till aktieägarna. Som ett bevis på detta valde bolaget att behålla utdelningen om 2,0 SEK per aktie.

**Kassaflöde från den löpande verksamheten**




**Justerat fritt kassaflöde**




Adtraction hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 591,1 MSEK, varav 47,1 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 107,1 MSEK. Sammantaget är den finansiella ställningen mycket stark.

| Immateriella tillgångar | Materiella tillgångar | Soliditet |
|---|---|---|
| 36,1 % (213,4 MSEK) | 0,5 % (3,1 MSEK) | 47,1 % (278,6 MSEK) |
| **Kassa** | **Räntebärande skulder** | **Nettokassa** |
| 18,1 % (107,1 MSEK) | 0,0 MSEK | 107,1 MSEK |

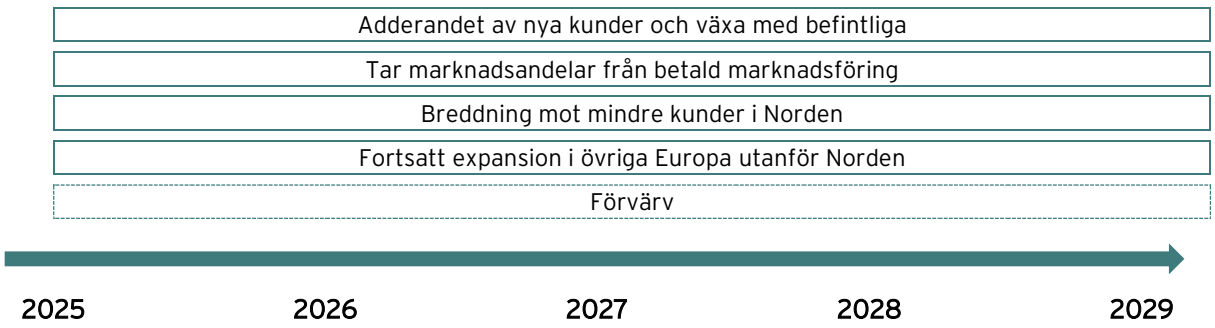
# Outlook

## Tillväxtdrivare

Vi bedömer att de främsta tillväxtdrivarna i Adtraction på kort sikt är att växa tillsammans med befintliga och nya kunder inom båda vertikalerna, breddning av plattformen mot mindre kunder samt fortsatt geografisk expansion i övriga Europa utanför Norden. Vi räknar med att den negativa tillväxten under året vänder i takt med att marknadsförhållandena förbättras.

På längre sikt ser vi även fortsatta möjligheter att konsolidera marknaden genom fler förvärv. Adtraction har en tydlig förvärvsstrategi och finansiellt utrymme att genomföra fler förvärv. Vår förhoppning är att framtida kassaflöden kommer användas för att stärka bolagets position på den europeiska e-handelsmarknaden utanför Norden, där vi ser betydande tillväxtmöjligheter.

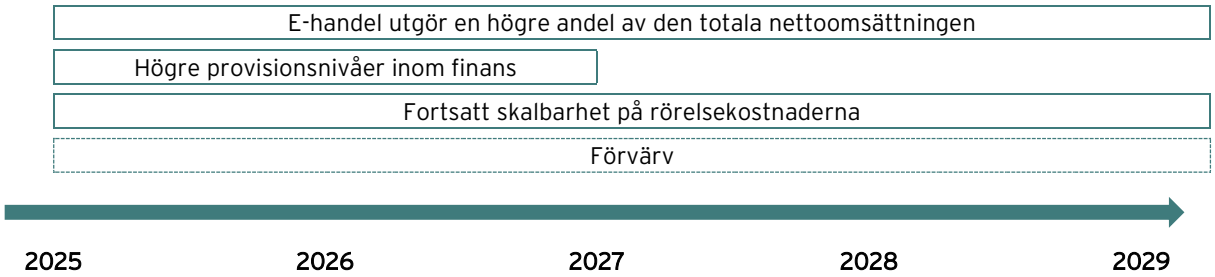
**Tillväxtdrivare i Adtraction**




## Marginaldrivare

Adtraction har en skalbar affärsmodell som möjliggör att bruttoresultatet kan öka snabbare än rörelsekostnaderna, vilket bör leda till ökad lönsamhet över tid. E-handelsvertikalen är den snabbast växande vertikalen och har den högsta bruttomarginalen, vilket skapar ytterligare förutsättningar att öka lönsamheten. Vi bedömer även att det finns potential att höja provisionsnivåerna inom finans efter att samtliga annonsörer och partners migrerade från Adservices till Adtractions plattform under Q2'24. Därtill kan framtida förvärv bidra till att förbättra marginalen ytterligare, då rörelsekostnadernas andel av bruttoresultatet minskar när integrationen till Adtractions plattform är slutförd.

**Marginaldrivare i Adtraction**



# Värdering

**Key stats**

| | | | |
|---|---|---|---|
| **Totalt antal aktier** | 16 607 143 | **Börsvärde (MSEK)** | 546,4 |
| **Aktiekurs (SEK)** | 32,9 | **Nettokassa (MSEK)** | 107,1 |
| | | **EV (MSEK)** | 439,3 |

**Rullande 12 månader**

| | | | |
|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | 1202,5 MSEK | **EV/S** | 0,4 |
| **Bruttoresultat** | 230,8 MSEK | **EV/GP** | 1,9 |
| **EBITA** | 50,5 MSEK | **EV/EBITA** | 8,7 |

*Källa: Börsdata*

**Nyckeltal R12**

| Bruttomarginal | EBITA-marginal | Soliditet | Kassa |
|---|---|---|---|
| 19,2 % | 4,2 % | 47,1 % | 18,1 % |
| **OPCF-marginal** | **FCF-marginal** | **ROC** | **ROIC** |
| 4,3 % | 2,0 % | *neg.* | *neg.* |

*Källa: Börsdata*

# Estimat för 2025

Enligt Adtraction har marknaden fortsatt varit utmanande under inledningen av det första kvartalet, samtidigt som jämförelsetalen är tuffare efter ett starkt första kvartal 2024. Mot bakgrund av detta förväntar sig Adtraction en negativ tillväxt under det första kvartalet, i nivå med det fjärde kvartalet 2024. Samtidigt bedömer bolaget att tillväxten återvänder under det andra kvartalet.

Vi delar Adtractions uppfattning att de utmaningar som bolaget mött är av övergående karaktär, vilket tyder på att 2024 var ett tillfälligt hack i tillväxtkurvan och att marknadsförhållandena förväntas förbättras inom en snar framtid. Därtill har bolaget genomfört strategiska satsningar under året som vi bedömer kommer att ge positiv effekt framöver. Vi förväntar oss att den initiala återgången till tillväxt främst kommer att drivas av en starkare e-handel. Vi har tagit höjd för att finansvertikalen sjunker med några procentenheter för helåret till följd av regleringarna, men att dess bidrag gradvis kan öka mot slutet av 2025 i takt med att räntesänkningarna förväntas få effekt.

Vi bedömer att en ökad andel e-handel gynnar produktmixen. Vi förväntar oss att denna andel ökar framöver, vilket bör bidra till en fortsatt positiv utveckling av bruttomarginalen. Samtidigt var bruttomarginalen exceptionellt stark under första kvartalet 2024, vilket gör att vi totalt sett räknar med en stabilisering runt nuvarande nivåer för helåret.

Under 2024 genomförde Adtraction organisatoriska förändringar och effektiviseringar, vilket resulterade i engångskostnader på 5,2 MSEK. Bolaget går nu in i 2025 med en mer slimmad organisation som enligt ledningen kan hantera en betydande försäljningsökning. Vi förväntar oss därför att personalkostnaderna, övriga externa kostnader och övriga rörelsekostnader minskar som andel av bruttoresultatet, bortsett från i Q1. Sammantaget ser vi goda möjligheter för Adtraction att förbättra EBITA-marginalen i takt med att bruttoresultatet ökar, särskilt med tanke på affärsmodellens skalbarhet och höga andel fasta kostnader.

**Estimat för 2025**

| *(MSEK)* | Q1E | Q2E | Q3E | Q4E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **275,5** | **289,5** | **320,0** | **368,5** | **1 253,5** |
| *% y-o-y* | *-4,9%* | *4,7%* | *9,7%* | *7,0%* | *4,2%* |
| Övriga rörelseintäkter | 1,0 | 1,5 | 1,5 | 1,0 | 5,0 |
| **Summa intäkter** | **276,5** | **291,0** | **221,5** | **369,5** | **1 258,5** |
| | | | | | |
| **Bruttoresultat** | **53,0** | **55,6** | **61,3** | **71,2** | **241,1** |
| Bruttomarginal | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,3% | 19,2% |
| *% y-o-y* | *-6,9%* | *5,4%* | *10,9%* | *8,2%* | *4,5%* |
| | | | | | |
| **Rörelsekostnader** | **-65,0** | **-64,6** | **-64,0** | **-66,6** | **-260,2** |
| *% y-o-y* | *-1,7%* | *4,1%* | *3,4%* | *-1,0%* | *1,1%* |
| | | | | | |
| **EBITA** | **8,2** | **11,2** | **17,5** | **24,8** | **61,7** |
| EBITA-marginal | 3,0% | 3,9% | 5,5% | 6,7% | 4,9% |
| *% y-o-y* | *-23,1%* | *14,6%* | *49,6%* | *34,6%* | *22,1%* |

# Estimat fram till 2026

| *(MSEK)* | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **925,7** | **1 344,3** | **1 202,5** | **1 253,5** | **1 398,5** |
| *% y-o-y* | *32,6%* | *45,2%* | *-10,5%* | *4,2%* | *11,6%* |
| Övriga intäkter | 2,7 | 5,7 | 4,3 | 5,0 | 5,5 |
| **Summa intäkter** | **928,4** | **1 350,1** | **1 206,8** | **1 258,5** | **1 404,0** |
| *EV/S* | *0,5* | *0,3* | *0,4* | *0,4* | *0,3* |
| **Bruttoresultat** | **165,7** | **249,2** | **230,8** | **241,1** | **269,7** |
| *Bruttomarginal* | *17,9%* | *18,5%* | *19,2%* | *19,2%* | *19,3%* |
| *% y-o-y* | *32,6%* | *50,4%* | *-7,4%* | *4,5%* | *11,7%* |
| **Rörelsekostnader** | **-149,9** | **-253,3** | **-257,4** | **-260,2** | **-268,0** |
| *% y-o-y* | *41,4%* | *68,9%* | *1,6%* | *1,1%* | *3,0%* |
| **EBITA** | **40,2** | **74,6** | **50,5** | **61,7** | **77,7** |
| *EBITA-marginal* | *4,3%* | *5,5%* | *4,2%* | *4,9%* | *5,6%* |
| *% y-o-y* | *15,9%* | *85,6%* | *-32,3%* | *22,1%* | *26,0%* |
| *EV/EBITA* | *10,9* | 5,9 | *8,7* | *7,1* | 5,7 |

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 12x EBITA för helåret 2026E. 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 2026E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

**Värdering**

| | Multipel | EBITA 2026E | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) |
|---|---|---|---|---|
| **2026E** | 12 | 77,7 | 932,1 | 56,1 |
| *Säkerhetsmarginal (30%)* | *12* | *54,4* | *652,5* | *39,3* |

Nedan följer potentielll avkastning för 2026E om Adtraction utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal.

**Potentiell avkastning**

| | Huvudscenario | | | Säkerhetsmarginal (30%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Faktor | Procent | CAGR | Faktor | Procent | CAGR |
| **2026E** | 1,71 | 70,6% | 30,6% | 1,19 | 19,4% | 9,3% |

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

**Känslighetsanalys**

| | Huvudscenario 2026E | | | Säkerhetsmarginal (30%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| EBITA | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) | Förändring % | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) | Förändring % |
| 8 | 621,4 | 37,4 | 13,7% | 435,0 | 26,2 | -20,4% |
| 9 | 699,1 | 42,1 | 27,9% | 489,4 | 29,5 | -10,4% |
| 10 | 776,8 | 46,8 | 42,2% | 543,7 | 32,7 | -0,5% |
| 11 | 854,4 | 51,4 | 56,4% | 598,1 | 36,0 | 9,5% |
| **12** | **932,1** | **56,1** | **70,6%** | **652,5** | **39,3** | **19,4%** |
| 13 | 1 009,8 | 60,8 | 84,8% | 706,8 | 42,6 | 29,4% |
| 14 | 1 087,5 | 65,5 | 99,0% | 761,2 | 45,8 | 39,3% |
| 15 | 1 165,1 | 70,2 | 113,2% | 815,6 | 49,1 | 49,3% |
| 16 | 1 242,8 | 74,8 | 127,5% | 870,0 | 52,4 | 59,2% |

# Källor


1. https://www.svenskhandel.se/rapporter/e-handelsindikatorn
2. https://www.postnord.se/foretag/foretagslosningar/e-handel/e-barometern/
3. https://www.vilkas.fi/raportit
4. 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/
5. https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2024/08/avtrappat-ranteavdrag-for-lan-utan-sakerheter/?utm_source=chatgpt.com
6. https://searchengineland.com/google-shopping-the-balance-between-old-new-129011?utm_source=chatgpt.com
7. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_17_1784


# 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