

Adtraction Group

Rapportkommentar Q1'25

2025-05-02

Adtraction redovisade minskad nettoomsättning och oförändrad EBITA i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 282,2 MSEK (289,8). Bruttoresultatet uppgick till 53,8 MSEK (56,9), med en bruttomarginal på 19,1 % (19,6). Vidare uppgick EBITA till 10,6 MSEK (10,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 % (3,7). Periodens kassaflöde uppgick till 25,3 MSEK (-0,2) och kassan ökade till 129,3 MSEK vid kvartalets utgång.

Förväntat svag tillväxt men starkare e-handel än väntat

Bruttoresultatet minskade med 5,4 procent till följd av en fortsatt utmanande marknad samt tuffa jämförelsetal från föregående år. En negativ tillväxt var i linje med förväntningarna, men en positiv överraskning var att e-handel växte med 10,5 %. E-handelsvertikalen uppvisade tillväxt även justerat för förvärvet av Adrecord, vilket var ett första tecken på återhämtning. Finanssegmentet fortsatte däremot att utvecklas svagt med en nedgång på 14,0 %. Trots det lägre bruttoresultatet lyckades Adtraction stabilisera EBITA och generera starka kassaflöden genom en lägre kostnadsbas och optimeringar i rörelsekapitalet.

Tillväxtantagande förskjuts av oväntat svag finansmarknad

Adtraction rapporterade positiv tillväxt i bruttoresultat under mars, vilket bland annat låg till grund för bolagets tidigare bedömning om att återgå till tillväxt under Q2. Bolaget konstaterade i rapporten att bruttoresultatet inom e-handel fortsatte att öka under de första veckorna av april, men att finansmarknaden visat sig oväntat svag, särskilt i Norge, Danmark, Tyskland, Sverige och Spanien. Adtraction ser därför inte längre att tillväxten återvänder under Q2. Även om beskedet var en besvikelse, bedömer vi att den svaga utvecklingen inom finans speglar makroeffekter och tillfälliga faktorer, snarare än strukturella problem, vilket tyder på att nedgången inte blir allt för djup och långdragen.

Outlook

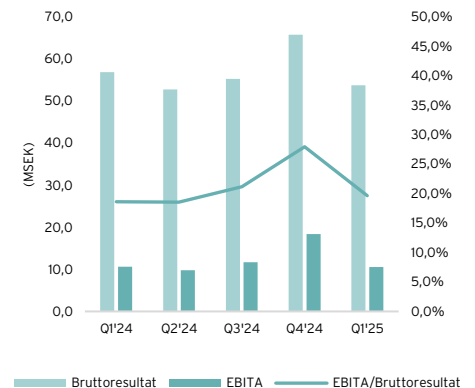
Adtraction levererade ett stabilt kvartal utifrån marknadsförutsättningarna, men står inför kortsiktiga utmaningar inom finansvertikalen på flera viktiga marknader. E-handelsvertikalen utvecklas samtidigt positivt med tillväxt, vilket skapar motvikt. Vi har justerat våra antaganden och räknar nu med fortsatt negativ tillväxt i Q2, där fokus för bolaget blir att navigera i finansmarknaden och stabilisera verksamheten. Vi bedömer att Adtraction återgår till tillväxt redan i Q3, drivet av fortsatt positiv utveckling inom e-handel och en succesiv återhämtning inom finans. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 52,1 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 69,3 %.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	925,7	1344,3	1202,5	1200,2	1363,0
Tillväxt y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-0,2%	13,6%
Summa intäkter	928,4	1350,1	1206,8	1206,8	1368,6
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Bruttoresultat	165,7	249,2	230,8	230,7	261,8
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,2%
Rörelsekostnader	-134,2	-185,5	-187,2	-184,4	-190,6
Tillväxt y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-1,5%	3,4%
Materiella avskriv.	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
EBITA	40,2	74,6	50,5	54,4	72,2
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,5%	5,3%
Tillväxt y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	7,8%	32,6%
EV/EBITA	9,9	5,3	7,9	7,3	5,5

Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	30,8
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	511,5
Nettokassa (MSEK)	112,7
EV (MSEK)	398,8
Insiderägande	32,8%
Nästa rapport	2025-07-24

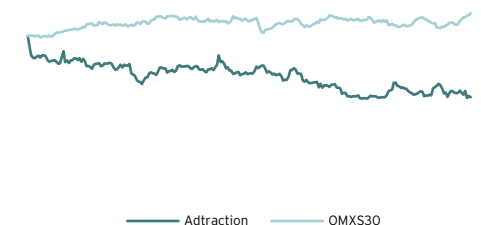
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-9,1	1,3	-34,6

Key Insights



Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden och stärkte sin marknadsposition ytterligare genom förvärvet av Adservice. Bolaget har byggt upp ett omfattande nätverk av annonsörer och partners, både organiskt och via förvärv, vilket genererar starka nätverkseffekter och gör plattformen unik jämfört med liknande lösningar. Adtraction har en lång historik av lönsam tillväxt, både organisk och via förvärv.



Skalbar affärsmodell

Adtraction har en skalbar affärsmodell där majoriteten av kostnadsbasen är fast, vilket gör att en ökning i bruttoresultatet till stor del kan omvandlas direkt till EBITA. Detta skapar en tydlig operativ hävstång som stödjer en ökad marginal över tid. Därtill bygger affärsmodellen på att kunderna endast betalar för faktiska resultat, vilket skapar stabila kassaflöden även i mer osäkra tider.



Låg värdering

Vi bedömer att Adtraction är lågt värderat. Baserat på våra estimat för 2026E handlas bolaget till 5,5x EV/EBITA, vilket vi anser är för lågt givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna bortom 2025 samt det starka kassaflödet.

"Vi bedömer att konsumentkreditmarknaden har påverkats av en ökad ekonomisk osäkerhet. Det är svårt att göra en bedömning baserat på en så kort tidsperiod, men på grund av den svaga utvecklingen för konsumentkrediter i april står vi inte längre fast vid att vi kommer att återgå till tillväxt under det andra kvartalet."

- 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" är relativt konjunkturokänsligt
- Marknadstillväxt driven av flera megatrender
- Högt insynsägande och grundarlett

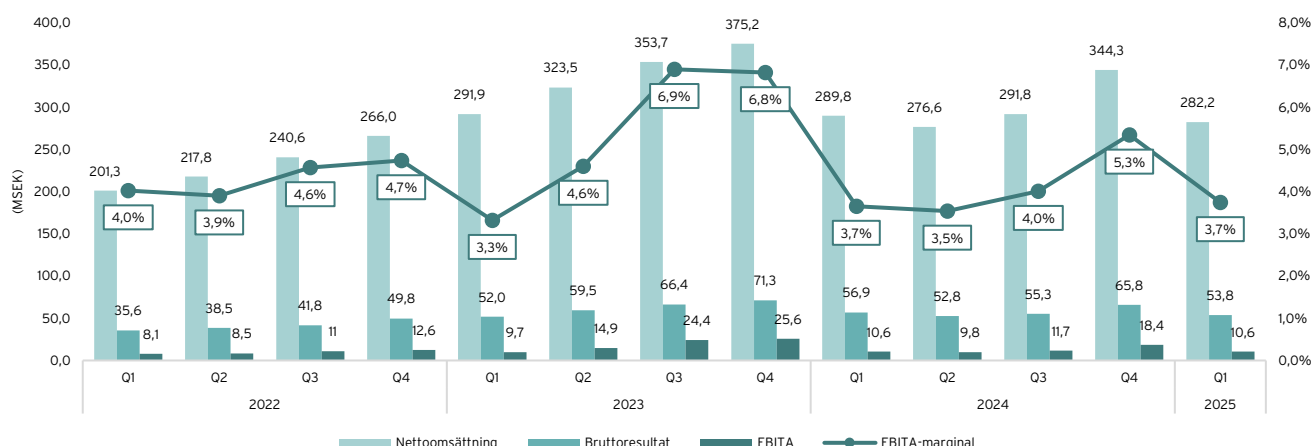
Stabilt kvartal givet marknadsförutsättningarna

Adtraction inledde året med en nettoomsättning på 282,2 MSEK (289,8), vilket motsvarade en minskning på 2,6 %. Nedgången var väntad och drevs av en fortsatt utmanande marknad samt tuffare jämförelsetal från föregående år innan marknadsläget blev fullt synligt i siffrorna. Kvartalet var även det sista där jämförelsetalen påverkas negativt av avvecklingen av Klara Lån, vilket innebär att jämförelsetalen blir enklare från och med nästa kvartal.

Bruttoresultatet minskade med 5,4 % till 53,8 MSEK (56,9), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,1 % (19,6). Bruttomarginalen sjönk något jämfört med föregående år, vilket berodde på något lägre ersättningar inom finans. Marginalen var dock i linje med de tre senaste kvartalen, vilket fortsatt visar affärsmodellens motståndskraft.

EBITA var oförändrad och uppgick till 10,6 MSEK (10,6) vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 % (3,7). Detta berodde främst på att övriga rörelseintäkter ökade till 2,6 MSEK (0,9), i kombination med en lägre kostnadsbas. Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 3,8 % till 46,5 MSEK (48,3), vilket visade att tidigare initiativ för att effektivisera organisationen gav resultat. Adtraction leverade därmed en oförändrad EBITA, trots en nedgång i bruttoresultat, vilket skapar ett bra utgångsläge för marginalförbättringar när marknadsförutsättningarna förbättras och bruttoresultatet ökar.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten som helhet var i linje med våra förväntningar. Bruttoresultatet kom in strax över våra estimat, drivet av en starkare utveckling inom e-handelsvertikalen, medan finansvertikalen presterade något svagare. Bruttomarginalen och rörelsekostnaderna var i linje med våra antaganden, och tillsammans med högre övriga rörelseintäkter än beräknat resulterade detta i att EBITA kom in bättre än vår prognos. Sammantaget levererade Adtraction ett stabilt kvartal givet marknadsförutsättningarna.

Utfall vs Estimat Q1 2025

(MSEK)	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25A	Q1'25E	Diff
Nettoomsättning	289,8	276,6	291,8	344,3	282,2	275,5	6,7
% y-o-y	-0,7%	-14,5%	-17,5%	-8,2%	-2,6%	-4,9%	2,4%
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,6	0,9	0,8	2,6	1,0	1,6
Summa intäkter	290,7	278,2	292,7	345,1	284,8	276,5	8,3
Bruttoresultat	56,9	52,8	55,3	65,8	53,8	53,0	0,8
Bruttomarginal	19,6%	19,1%	19,0%	19,1%	19,1%	19,2%	0,1pp
% y-o-y	9,4%	-11,3%	-16,7%	-7,7%	-5,4%	-6,9%	1,5%
Rörelsekostnader	-66,2	-62,1	-61,9	-67,3	-64,5	-65,0	-0,5
% y-o-y	14,9%	-5,2%	-1,9%	0,3%	-2,6%	-1,7%	-0,8%
EBITA	10,6	9,8	11,7	18,4	10,6	8,2	2,4
EBITA-marginal	3,7%	3,5%	4,0%	5,3%	3,7%	3,0%	0,7pp
% y-o-y	9,3%	-34,2%	-52,0%	-28,1%	-0,3%	-23,1%	28,9%

Stark e-handel - men tillväxten förskjuts av en svag finansmarknad

Adtraction har goda möjligheter att växa bruttoresultatet över tid, drivet av en högre aktivitet inom den befintliga kundbasen, ökade marknadsandelar i Europa, en strukturell trend där prestationsbaserad marknadsföring tar andelar från traditionell betald marknadsföring samt fortsatta strategiska förvärv. Bolaget har en lång historik av lönsam tillväxt, både organiskt och via förvärv, men 2024 och inledningen av 2025 var ett hack i tillväxtkurvan till följd av ett utmanande marknadsklimat. Vi bedömer att en återgång till tillväxt är nära, vilket är en central värde drivare i Adtraction, då den operativa hävstången gör att ett ökat bruttoresultat får ett tydligt genomslag på EBITA.

Tillväxt drivare



Tillväxt inom befintlig kundbas

E-handel och finans är två branscher med långsiktiga strukturella tillväxttrender. E-handels andel av detaljhandeln fortsätter att öka globalt, medan digitalisering driver expansion inom finansiella tjänster online. De underliggande tillväxt drivarna är intakta, även om marknaden för närvarande präglas av en svagare konjunktur och förändringar, särskilt inom finans. Sammantaget har Adtraction goda förutsättningar för att återuppta tillväxten när marknadsklimatet förbättras.



Ökad marknadsandel i Europa

Adtraction är marknadsledare i Norden, där cirka 75 % av bolagets bruttoresultat genereras. I Norden finns fortsatta tillväxtpotentialer, vilket kan addera ytterligare volymer och stärka plattformens nätverkseffekter. Den största tillväxtpotentialen finns dock i övriga Europa, där Adtraction fortfarande har en relativt liten marknadsandel. Med ett bevisat koncept i Norden, starka kundrelationer och en skalbar affärsmodell har Adtraction fortsatta möjligheter att ta marknadsandelar och växa över tid i Europa.



Trend mot prestationsbaserad marknadsföring

Prestationsbaserad marknadsföring bygger på att annonsörer endast betalar för faktiska resultat, vilket är en kostnadseffektiv och mätbar modell jämfört med traditionell marknadsföring där betalning ofta sker oavsett utfall. Många annonsörer är dessutom kraftigt beroende av stora aktörer som Google och Meta. Trenden mot prestationsbaserade lösningar drivs av ökad vilja att diversifiera flöden, optimera marknadsföringsbudgetar och få bättre avkastning på investerat kapital.



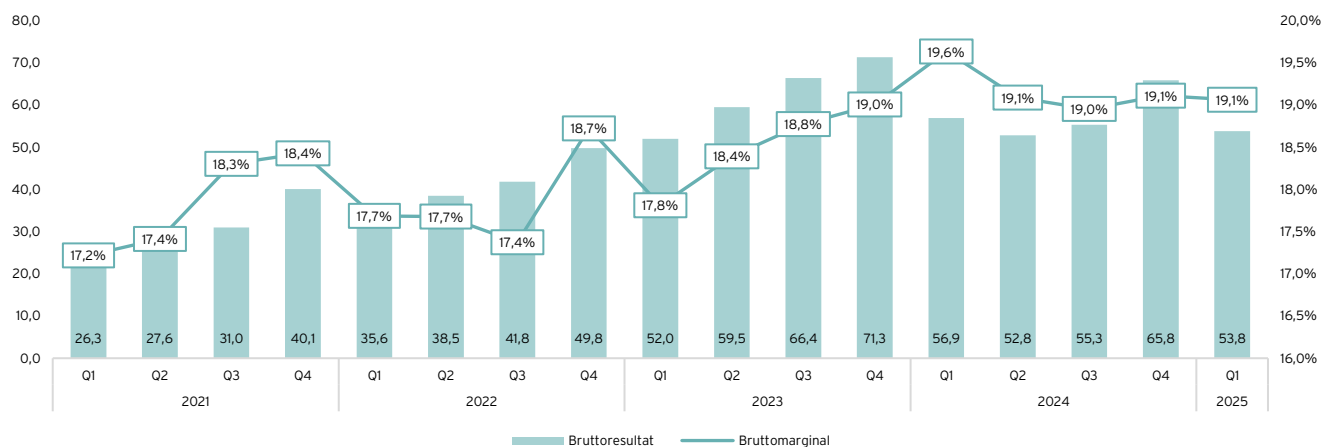
Strategiska förvärv

Adtraction har en stark finansiell ställning och en bevisad förmåga att genomföra strategiska förvärv som stärker plattformens nätverkseffekter och konkurrenskraft. Bolaget har tidigare bevisat att det kan identifiera och integrera kompletterande verksamheter på ett effektivt sätt. Kombinationen av en stark balansräkning, etablerade relationer på marknaden och en uttalad vilja att expandera genom förvärv ger Adtraction intressanta möjligheter att fortsätta förvärvsresan.

På kort sikt är vår bedömning att återgången till tillväxt ska drivas av en återhämtning i marknaden, vilket skedde under kvartalet inom e-handelsvertikalen. Adtraction rapporterade positiv tillväxt i bruttoresultat under mars, vilket bland annat låg till grund för bolagets tidigare bedömning om att återgå till tillväxt under Q2. Bolaget konstaterade i rapporten att bruttoresultatet inom e-handel fortsatte att öka under de första veckorna av april, men att finansmarknaden var oväntat svag. Beskedet var en besvikelse, men vi bedömer att den svaga utvecklingen inom finans speglar makroeffekter och tillfälliga faktorer, snarare än strukturella problem, vilket tyder på att nedgången inte blir allt för djup och långdragen.

Enligt Adtraction utvecklades bruttoresultatet i april i linje med det första kvartalet, vilket innebär att bolaget fortsatt uppvisade en ensiffrig negativ tillväxt. Adtraction ser därför inte längre en återgång till positiv tillväxt under Q2. Vi har justerat våra antaganden och räknar nu med fortsatt negativ tillväxt i Q2, där fokus för bolaget blir att navigera i en utmanande marknad och stabilisera verksamheten. Vi bedömer att Adtraction återgår till tillväxt redan i Q3, drivet av fortsatt positiv utveckling inom e-handel samt en successiv återhämtning inom finans.

Bruttoresultat och marginal, historisk utveckling



E-handel

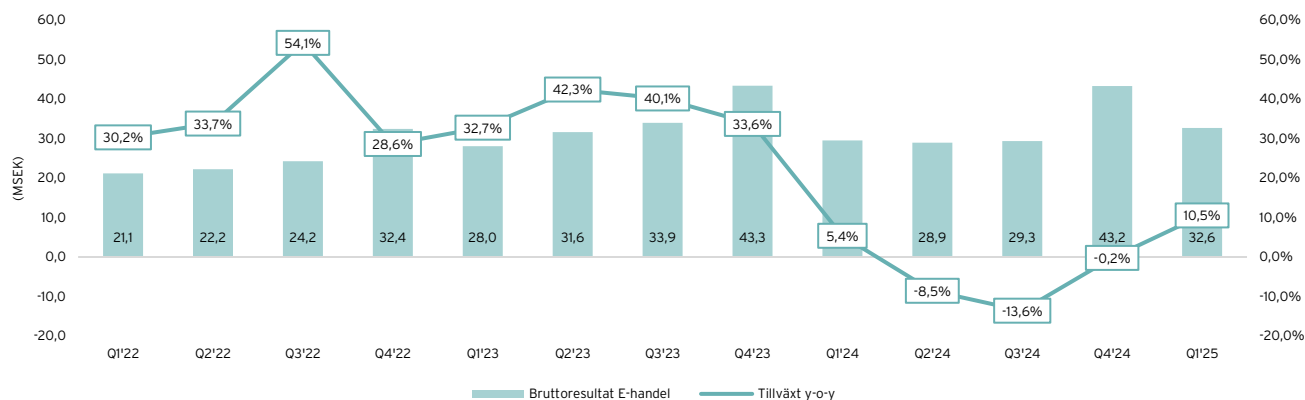
Bruttoresultatet inom e-handel ökade med 10,5 % till 32,6 MSEK (29,5), vilket markerade ett tydligt trendbrott efter tre kvartal i rad med negativt tillväxt. E-handelsvertikalen uppvisade tillväxt även justerat för förvärvet av Adrecord, vilket stärker bilden av en återhämtning i marknaden. Enligt Adtraction har marknadsförutsättningarna inom e-handel förbättrats jämfört med 2024, vilket bland annat beror på att många befintliga annonsörer har ökat sina investeringar under 2025. Adtraction ser en ökad aktivitet bland befintliga kunder och ett högre antal bokade kampanjer, vilket stärker utsikterna för att den positiva utvecklingen ska kunna fortsätta framöver. En fortsatt positiv trend blir särskilt viktig, då den initiala återgången till tillväxt främst kommer att drivas av återhämtning från befintliga kunder inom e-handel.

Adtraction breddar nu även plattformen mot mindre kunder genom lanseringen av en mer automatiserad tjänst, en satsning som möjliggjorts efter förvärvet av Adrecord. Tjänsten lanseras initialt i Sverige och planeras därefter att rullas ut successivt på fler marknader, vilket skapar nya tillväxtpotentialer på sikt. Lanseringen förväntas dessutom förbättra plattformens skalbarhet, då mindre kunder generellt har ett lägre behov av skraddarsydda lösningar och därmed kan hanteras mer kostnadseffektivt. Migrationen förväntas bli färdig under Q2, vilket kommer addera cirka 350 nya partnerprogram till plattformen. Den initiala effekten på bruttoresultatet väntas vara begränsad, men initiativet ökar marknadsandelen i Norden, stärker nätverkseffekterna och adderar högre volymer på sikt. Det är också en intressant option för tillväxt utanför Norden.

Vi bedömer att den stora långsiktiga tillväxtpotentialen för e-handelsvertikalen finns i övriga Europa, där Adtraction för närvarande är betydligt mindre än i Norden. Adtraction möter dock högre konkurrens och kan ännu inte erbjuda samma breda partnernätverk för annonsörer, vilket begränsar nätverkseffekterna. Bolaget har trots detta bevisat att det kan ta marknadsandelar genom en strategi som fokuserar på hög servicegrad och stark prestation mot mindre och medelstora annonsörer. På sikt kommer detta stärka nätverkseffekterna och förenkla arbetet med att få in större kunder i övriga Europa.

E-handelsvertikalen är generellt enklare att skala jämfört med finansvertikalen, vilket gör att en betydande del av expansionen i Europa sker inom e-handel. På kort sikt räknar vi med att tillväxttakten kan påverkas av ett svagare konjunkturläge i Europa, men på längre sikt är vi övertygade om att Adtractions har goda möjligheter att fortsatt ta marknadsandelar och bygga en starkare närvaro även utanför Norden.

Bruttoresultat e-handel, historisk utveckling



Finans

Bruttoresultatet inom finans minskade med 14,0 % till 20,9 MSEK (24,3), vilket var det fjärde kvartalet i följd med negativ tillväxt. Marknaden för nyutlåning fortsatte därmed att vara svag även under inledningen av 2025. Enligt Adtraction är konsumenternas efterfrågan på lån fortfarande hög, men beslut om att ta nya krediter skjuts ofta upp samt att långivare har blivit mer restriktiva i sin kreditgivning. Den ökade försiktigheten hos både låntagare och långivare är en konsekvens av högre räntor samt en mer osäker makroekonomisk omvärld, vilket sammantaget dämpar tillväxten i kreditmarknaden. Finansvertikalen präglas dessutom av en högre volatilitet än e-handel, vilket resulterar i mer varierande intjäning över tid.

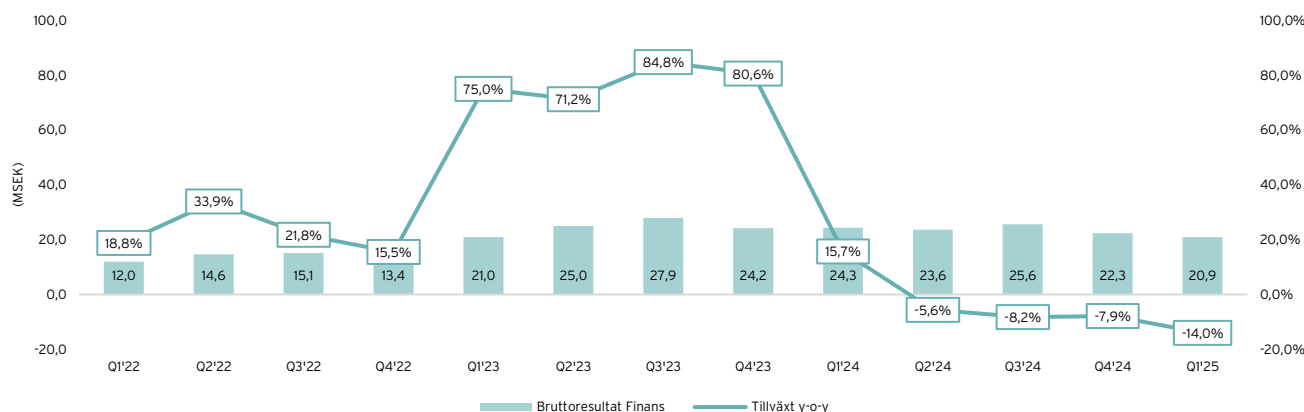
Adtraction hade förväntat sig att utvecklingen skulle stabiliseras i Q2 och fortsätta i linje med tidigare kvartal, men under inledningen av april visade sig marknaden oväntat svag, särskilt i nyckelmarknader som Norge, Danmark, Tyskland, Sverige och Spanien. Enligt bolaget beror nedgången inte på lägre efterfrågan från konsumenter eller försämrad godkännandegrad, utan snarare på ett marknadsskifte med övergång till nya produkter och erbjudanden, kombinerat med kundspecifika skäl.

I Norge och Spanien rapporterades bland annat en ökning av pausade kampanjer till följd av budgetrestriktioner och interna prioriteringsskiften hos kunderna. I Tyskland påverkas utvecklingen främst av att viktiga kunder justerar sina erbjudanden, vilket tillfälligt dämpar kampanjaktiviteten. I Sverige sker en övergång till nya produkter och villkor till följd av nya regleringar, vilket i sin tur lett till förseningar i kampanjlanseringar. Sammantaget pekar detta på en tillfällig omställningsfas, snarare än strukturella problem, vilket tyder på att nedgången inte blir allt för djup och långdragen.

Vår bedömning är att de senaste förändringarna i marknaden endast har en marginell påverkan långsiktigt. Adtraction är geografiskt diversifierat och har ett lågt beroende av enskilda annonsörer och partners, vilket minskar risken för större negativa effekter. Därtill betraktar vi de pausade kampanjerna och budgetrestriktionerna som observerats på vissa marknader som tillfälliga, särskilt då minskade investeringar i Adtractions tjänster snabbt leder till lägre försäljning och lönsamhet för annonsörer samt att de endast betalar vid faktiska transaktioner. Vidare är regeländringar en återkommande del av branschen och historiskt har förändringar lett till kortsiktig anpassning snarare än stora nedgångar, eftersom efterfrågan på krediter och finansiella tjänster är strukturellt hög och att annonsörer anpassar sig till nya förutsättningar. Vi räknar därför med att eventuella effekter kommer att bli begränsade, även om vissa kommersiella och tekniska anpassningar kan behöva göras på kort sikt.

Vår övergripande slutsats är att en stabilisering och gradvis återhämtning inom finansvertikalen fortsatt är sannolik, även om den förväntas ske något senare och från en lägre nivå än tidigare antaget. Vi ser därmed ingen väsentlig påverkan på Adtractions långsiktiga tillväxtutsikter inom finans.

Bruttoresultat finans, historisk utveckling

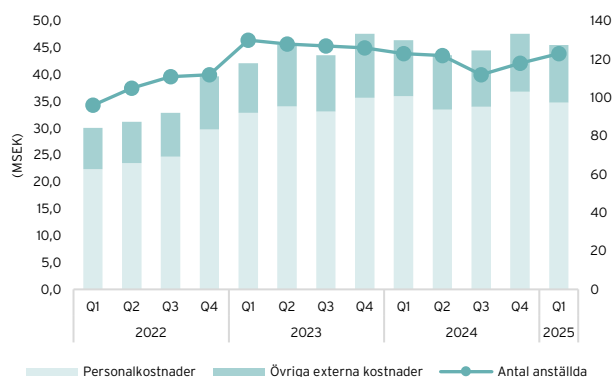


Stabil kostnadsbas

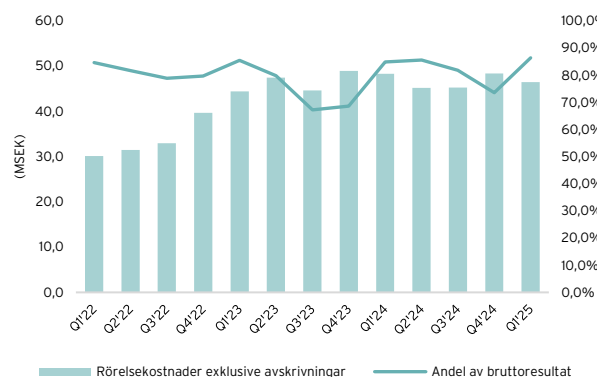
Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 3,8 % till 46,5 MSEK (48,3), vilket tydligt visade att Adtractions effektiviseringsarbete gav resultat. Kostnadsbasen har varit relativt stabil över de senaste kvartalen, trots att antalet anställda ökade med fem personer sekventiellt. Enligt Adtraction var dessa rekryteringar framför allt kopplade till ökad aktivitet inom e-handelsvertikalen. Organisationens totala storlek är dock fortsatt i nivå med föregående år, vilket är ett resultat av de effektiviseringar som genomförts. Vi räknar med att kostnadsbasen förblir stabil även framgent, trots rekryteringarna, då kostnadsnivåerna under Q3 och Q4 2024 påverkades av vissa engångskostnader.

Sammantaget ser vi goda möjligheter för Adtraction att förbättra EBITA-marginalen i takt med att bruttoresultatet ökar, då affärsmodellen är skalbar med en hög andel fasta kostnader. Detta skapar en tydlig operativ hävstång som stödjer en ökad marginal över tid. Plattformens skalbarhet förbättras dessutom av expansionen mot mindre kunder genom mer automatiserade lösningar, vilket har potential att förbättra effektiviteten och lönsamheten över tid.

Rörelsekostnader exklusive avskrivningar



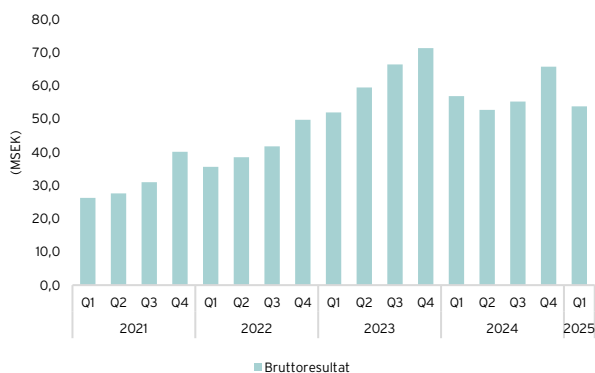
Andel av bruttoresultat



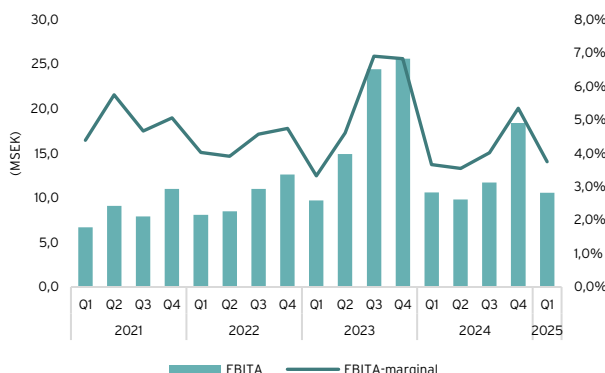
Oförändrad EBITA

EBITA var oförändrad och uppgick till 10,6 MSEK (10,6), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 % (3,7). Detta berodde främst på att övriga rörelseintäkter ökade i kombination med en lägre kostnadsbas. Adtraction leverade därmed en oförändrad EBITA, trots en nedgång i bruttoresultat, vilket skapar ett bra utgångsläge för marginalförbättringar när marknadsförutsättningarna förbättras och 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



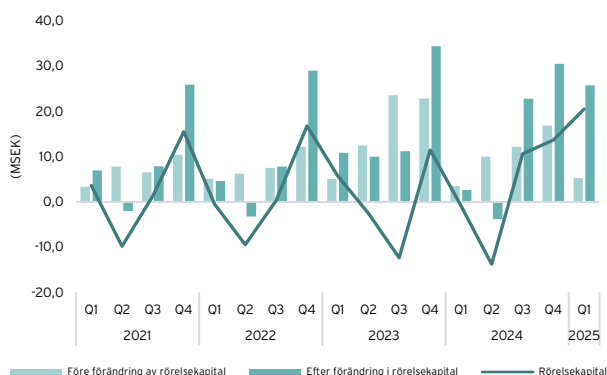
Stark finansiell ställning och hög kassakonverteringsgrad

Adtraction har en lång historik av att omvandla en hög andel av EBITA till fritt kassaflöde, vilket har bidragit till en stabil kassauppbyggnad. Detta är främst 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 för utdelningar till aktieägarna och till strategiska förvärv.

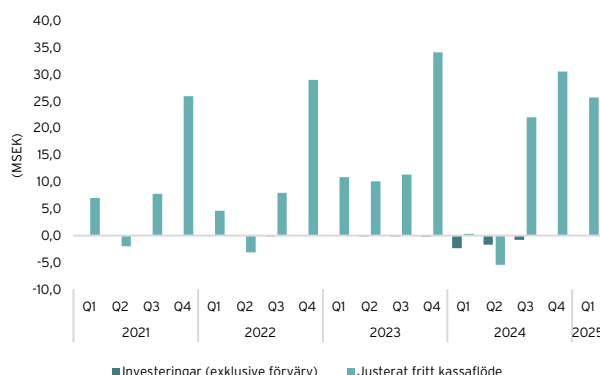
Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 5,2 MSEK (3,5). Kassaflödet från förändringar i rörelsekapital uppgick till 20,7 MSEK (-0,8), vilket innebär att kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändring av rörelsekapital uppgick till starka 25,7 MSEK (2,7). Den kraftiga förbättringen förklaras främst av att Adtraction arbetat aktivt med att korta betalningstiden från annonsörer. Vi bedömer att detta är ett strategiskt initiativ som förändrar säsongeffekten i rörelsekapital och stärker relationen med partners genom snabbare flöde av provisionsutbetalningar.

Det fria kassaflödet var i linje med det operativa kassaflödet och uppgick till 25,7 MSEK (0,3), då inga investeringar skedde i materiella anläggningstillgångar under kvartalet. Det totala kassaflödet för perioden uppgick till 25,3 MSEK (-0,2), vilket innebär att bolagets likvida medel ökade till 129,3 MSEK (117,2) vid utgången av kvartalet.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde



Adtraction hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 511,5 MSEK, varav 50,5 % av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 129,3 MSEK. Efter kvartalets utgång genomfördes en utdelning om 16,6 MSEK, vilket vi har inkluderat i vår justerade beräkning av nettokassan. Justerat för denna utdelning har Adtraction fortsatt en robust nettokassa på 112,7 MSEK.

Den starka finansiella ställningen ger Adtraction ett betydande strategiskt handlingsutrymme. Kombinationen av stark nettokassa och hög kassaflödesgenerering innebär att bolaget har god kapacitet att investera i nya strategiska förvärv och fortsätta dela ut kapital till aktieägarna över tid. Vi anser att den finansiella flexibiliteten är mycket attraktiv för aktieägarna, särskilt om förvärv kan ske till attraktiva multiplar.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
36,3 % (185,7 MSEK)	0,6 % (2,9 MSEK)	50,5 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
22,8 % (112,7 MSEK)	0,0 MSEK	112,7 MSEK

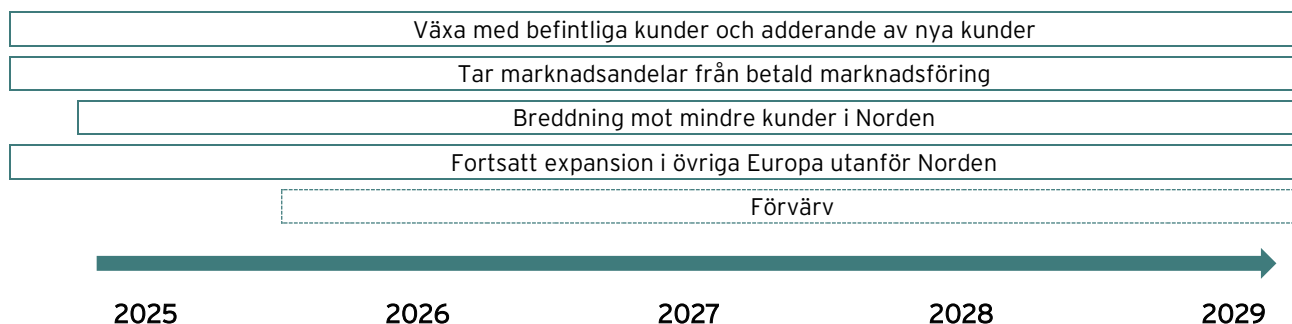
Outlook

Tillväxt drivare

Vi bedömer att de främsta tillväxt drivarna i Adtraction på kort sikt är en återhämtning från befintliga 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 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 tillväxtpotentialer.

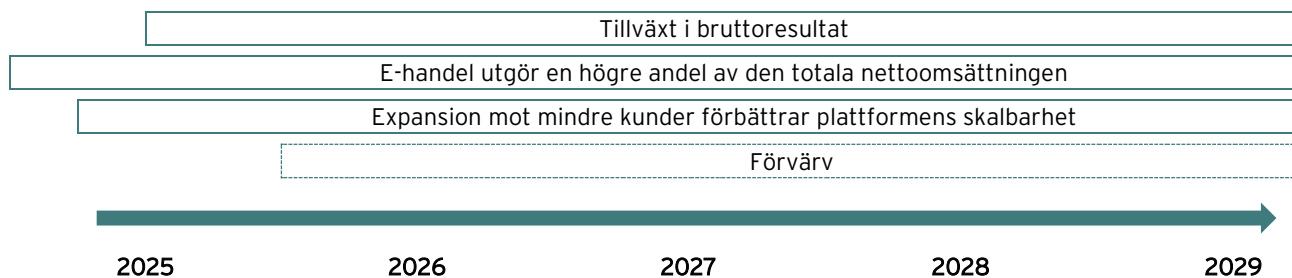
Tillväxt drivare i Adtraction



Marginal drivare

Adtraction har en skalbar affärsmodell där majoriteten av kostnadsbasen är fast, vilket gör att en ökning i bruttoresultatet till stor del kan omvandlas direkt till EBITA. Detta skapar en tydlig operativ hävstång som stödjer en ökad marginal över tid. E-handelsvertikalen är den snabbast växande vertikalen och har den högsta bruttomarginalen, vilket skapar ytterligare förutsättningar att öka lönsamheten. Därtill kan framtida förvärv bidra till att förbättra marginalen ytterligare, då rörelsekostnadernas andel av bruttoresultatet minskar när integrationen till Adtractions plattform är slutförd.

Marginal drivare i Adtraction



Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	511,5
Aktiekurs (SEK)	30,8	Nettokassa (MSEK)	112,7
		EV (MSEK)	398,8

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1195,0 MSEK	EV/S	0,3
Bruttoresultat	227,7 MSEK	EV/GP	1,9
EBITA	50,5 MSEK	EV/EBITA	7,9

Källa: Börndata

Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITA-marginal	Soliditet	Kassa
19,1 %	4,2 %	50,5 %	22,8 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
6,3 %	4,1 %	neg.	neg.

Källa: Börndata

Estimat för 2025

Vi räknar med att Adtraction återgår till tillväxt i Q3, drivet av en fortsatt stark utveckling inom e-handel samt en gradvis återhämtning inom finansvertikalen. Vår prognos bygger på att återhämtningen inom e-handelsvertikalen fortsätter och att segmentet uppvisar en tillväxt om 13,5 % för helåret. Tillväxten förväntas i huvudsak drivas av ökad aktivitet från den befintliga kundbasen i kombination med en marginell volymtillväxt från Adrecord. För finansvertikalen räknar vi med en negativ tillväxt om 15,8 % för helåret, men att en gradvis återhämtningsfas inleds under Q3 i takt med att kampanjer återupptas, nya produktformat etableras och marknaden anpassar sig till nya regleringar.

Vi räknar med att bruttomarginalen för helåret förblir relativt stabil, trots den fortsatt utmanande marknaden inom finansvertikalen. I våra estimat har vi tagit höjd för något lägre ersättningsnivåer inom finans, vilket är rimligt givet det tuffa marknadsläget. En högre andel bruttoresultat från e-handelsvertikalen är dock positivt för produktmixen, vilket bidrar till att balansera effekten från finans och skapar förutsättningar för en stabil bruttomarginalnivå under resten av året.

Vi förväntar oss även att Adtractions rörelsekostnader förblir relativt stabila framöver, med viss potential att minska något jämfört med föregående år. Kostnadsbasen belastades med engångskostnader om 5,2 MSEK under 2024, som inte återkommer under 2025, vilket väntas ge en marginellt positiv effekt på EBITA. Sammantaget skapar den stabila kostnadsbasen och återgången till tillväxt ett starkt utgångsläge för lönsamhetsförbättringar bortom 2025.

Estimat för 2025

(MSEK)	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E	2025E
Nettoomsättning	282,2	271,5	294,5	352,0	1200,4
% y-o-y	-2,6%	-1,8%	0,9%	7,0%	-0,2%
Övriga rörelseintäkter	2,6	1,5	1,5	1,0	6,6
Summa intäkter	284,8	273,2	296,0	353,0	1206,8
Bruttoresultat	53,8	52,0	56,6	68,3	230,7
Bruttomarginal	19,1%	19,2%	19,2%	19,4%	19,2%
% y-o-y	-5,4%	-1,3%	2,3%	3,8%	0,0%
Rörelsekostnader	-46,5	-45,1	-45,1	-47,7	-184,4
% y-o-y	-3,8%	-0,1%	-0,4%	-1,4%	-1,5%
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8
EBITA	10,6	8,5	13,1	22,2	54,4
EBITA-marginal	3,7%	3,1%	4,5%	6,3%	4,5%
% y-o-y	-0,3%	-13,1%	12,1%	20,9%	7,8%

Estimat fram till 2026

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	925,7	1 344,3	1 202,5	1 200,2	1 363,0
% y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-0,2%	13,6%
Övriga intäkter	2,7	5,7	4,3	6,6	5,6
Summa intäkter	928,4	1 350,1	1 206,8	1 206,8	1 368,6
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Bruttoresultat	165,7	249,2	230,8	230,7	261,8
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,2%
% y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	0,0%	13,4%
Rörelsekostnader	-134,2	-185,5	-187,2	-184,4	-190,6
% y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-1,5%	3,4%
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
EBITA	40,2	74,6	50,5	54,4	72,2
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,5%	5,3%
% y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	7,8%	32,6%
EV/EBITA	9,9	5,3	7,9	7,3	5,5

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 bortom 2025 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	72,2	866,0	52,1
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	12	50,5	606,2	36,5

Nedan följer potentiell avkastning för 2026E om Adtraction utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning

Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
Faktor	Procent	CAGR		Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,69	69,3%	30,1%	1,19	18,5%	8,9%

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	577,3	34,8	12,9%	404,1	24,3	-21,0%
9	649,5	39,1	27,0%	454,6	27,4	-11,1%
10	721,6	43,5	41,1%	505,1	30,4	-1,2%
11	793,8	47,8	55,2%	555,7	33,5	8,6%
12	866,0	52,1	69,3%	606,2	36,5	18,5%
13	938,1	56,5	83,4%	656,7	39,5	28,4%
14	1 010,3	60,8	97,5%	707,2	42,6	38,3%
15	1 082,5	65,2	111,6%	757,7	45,6	48,1%
16	1 154,6	69,5	125,7%	808,2	48,7	58,0%

Källor

1. <https://storage.mfn.se/2dba93ef-3c11-466f-9b29-d7197b003d61/delarsrapport-q1-2025.pdf>
2. <https://youtu.be/IJl5XNpfAMs?si=durd8DIWFQ9PIpk>

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 aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys