



2026-04-27

Adtraction redovisade ökad nettoomsättning och EBITA i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 314,7 MSEK (282,2), en tillväxt på 11,5 %. Bruttoresultatet uppgick till 60,2 MSEK (53,8), med en bruttomarginal på 19,1 % (19,1). EBITA uppgick till 13,5 MSEK (10,6), motsvarande en EBITA-marginal om 4,3 % (3,7). Periodens kassaflöde uppgick till 9,9 MSEK (25,6) och kassan uppgick till 133,7 MSEK (129,6) vid kvartalets slut.

### Stark inledning på året med tillväxt och marginalexpansion

Adtraction levererade ett starkt första kvartal där bruttoresultatet ökade med 11,9 %. Enligt bolaget bidrog Affiliate Future med cirka 3 MSEK av ökningen, vilket innebär att den organiska tillväxten förbättrades och uppgick till omkring 6,3 %. Det som överraskade var att tillväxten stärktes mot slutet av perioden och var bred, med bidrag från samtliga vertikaler. E-handelsvertikalen ökade med 12,3 % och finansvertikalen med 5,7 %. Finans återgick därmed till tillväxt efter en längre period av nedgång, vilket är en viktig signal då vertikalen varit den främsta motvinden under de senaste kvartalerna. Vertikalen övrigt fortsatte dessutom att växa kraftigt från låga nivåer, drivet av Bundler. EBITA ökade med 27,8 % till 13,5 MSEK (10,6) och EBITA-marginalen stärktes till 4,3 % (3,7). Kvartalet visar därmed återigen att tillväxten i bruttoresultatet får tydligt genomslag på EBITA.

### Förbättrad marknadsbild, tillväxtinitiativ och kommande kostnadsbesparingar

Adtraction uppger att bruttoresultatet fortsatt utvecklats positivt in i april, med en tillväxttakt i linje med Q1. Bolaget beskriver en bredare positiv marknadsbild inom e-handel, där tillväxt noteras på de flesta marknader. Inom finans syns tecken på förbättring i flera enskilda marknader, även om utvecklingen fortsatt är ojämn. Parallellt pågår utrollningen av den uppdaterade spårningslösningen, testfasen av det nya influencer-verktyget i Norden och implementeringen av Salesforce. Initiativen syftar till att förbättra spårning, stärka erbjudandet och öka skalbarheten. Bolaget uppger även att nya förvärvsmöjligheter har uppstått och att dialoger pågår, vilket indikerar en ökad M&A-aktivitet. Därtill kommunicerades organisatoriska förändringar, vilka väntas belasta Q2 med engångskostnader om knappt 2 MSEK, men därefter sänka kostnadsnivån med preliminärt 2 MSEK per kvartal. Det skapar ytterligare förutsättningar för fortsatt marginalexpansion.

### Outlook

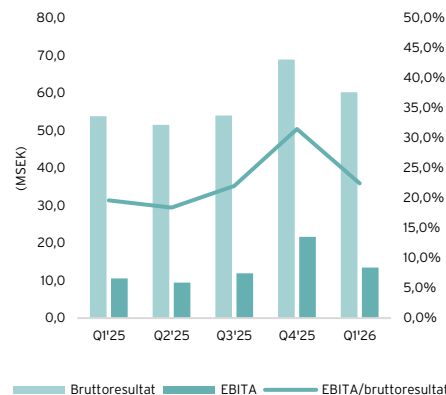
Kvartalet överträffade våra förväntningar och visade att tillväxten i Q4 inte var tillfällig. Utfallet stärker förtroendet för den operationella hävstången, där EBITA fortsätter öka snabbare än bruttoresultatet. Utvecklingen i början av Q2 indikerar dessutom en något starkare tillväxt än vi tidigare prognosticerat, samtidigt som kostnadsåtgärderna talar för en mer stabil kostnadsbas framåt. Det som återstår att bevisa är främst hur uthållig förbättringen inom finans är, men givet lägre jämförelsetal och bättre momentum har förutsättningarna för fortsatt återhämtning förbättrats, även om osäkerheten kvarstår. Vi har gjort mindre uppjusteringar av våra estimat och höjt vår prognos för EBITA för helåret. Aktien steg välförtjänt på rapporten, men trots uppgången värderas bolaget till omkring 7,7x EV/EBITA på våra estimat, vilket vi fortsatt bedömer som attraktivt. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 55,1 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om 45,0 %. Våra estimat är exklusive nya förvärv, vilket indikerar ytterligare uppsida vid genomförd affär.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>925,7</b>	<b>1344,3</b>	<b>1202,5</b>	<b>1187,1</b>	<b>1300,5</b>
Tillväxt y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-1,3%	9,6%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>165,7</b>	<b>249,2</b>	<b>230,8</b>	<b>228,2</b>	<b>249,7</b>
Tillväxt y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	-1,1%	9,4%
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,2%
EV/GP	3,1	2,1	2,2	2,3	2,1
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-134,2</b>	<b>-185,5</b>	<b>-187,2</b>	<b>-183,3</b>	<b>-192,9</b>
Tillväxt y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-2,1%	5,3%
Materiella avskriv.	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
<b>EBITA</b>	<b>40,2</b>	<b>74,6</b>	<b>50,5</b>	<b>53,7</b>	<b>66,6</b>
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,5%	5,1%
Tillväxt y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	6,3%	24,1%
EV/EBITA	12,8	6,9	10,2	9,6	7,7

### Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	38,0
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	631,1
Nettokassa (MSEK)	133,7
EV (MSEK)	497,4
Insiderägande	40,5%
Nästa rapport	2026-07-22

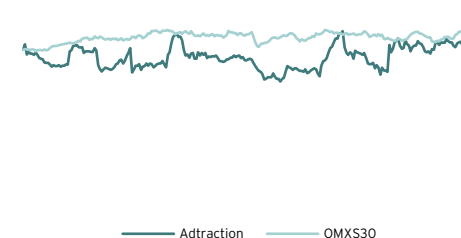
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Pontus Fredriksson  
[pontus@kalqyl.se](mailto:pontus@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	+20,6	+22,6	+16,9

## Investeringscase

### 1. Tillväxt i bruttoreultat får tydligt genomslag på EBITA

Adtraction har en skalbar affärsmodell med hög operationell hävstång, vilket innebär att tillväxt i bruttoreultatet får ett tydligt genomslag på EBITA och kassaflöde. Vår bedömning är att Adtraction har goda möjligheter att öka bruttoreultatet över tid, drivet av tillväxt inom den befintliga kundbasen, ökade marknadsandelar i Europa samt en strukturell trend där prestationsbaserad marknadsföring tar andelar från traditionell digital annonsering. Därtill kan strategiska förvärv bidra till att accelerera tillväxten ytterligare.

### 2. Stark balansräkning och hög kassakonvertering

Adtraction har en lång historik av att omvandla en hög andel av EBITA till fritt kassaflöde, vilket återspeglar den skalbara affärsmodellen med låga investeringsbehov och effektiv hantering av rörelsekapital. Detta har stärkt balansräkningen och resulterat i en nettokassa. Den starka finansiella ställningen ger bolaget finansiellt handlingsutrymme att fortsätta investera i organisk tillväxt, vidareutveckla plattformen, genomföra selektiva förvärv och upprätthålla en attraktiv utdelningspolicy.

### 3. Marknadsledande position i Norden med starka nätverkseffekter

Adtraction är marknadsledande inom prestationsbaserad marknadsföring i Norden och har etablerat ett omfattande nätverk av annonsörer och partners. Detta ekosystem skapar starka nätverkseffekter som differentierar plattformen från konkurrenter, vilket bidrar till hög kundlojalitet och byteskostnader. När fler aktörer ansluter till nätverket ökar plattformens värde för samtliga parter, vilket driver en självförstärkande dynamik. De etablerade nätverkseffekterna utgör en central konkurrensfördel som bidrar till Adtractions långsiktiga marknadsposition.

### 4. Strukturell tillväxt i en digitalt driven marknad

Prestationsbaserad marknadsföring växer i takt med att annonsörer efterfrågar datadrivna, mätbara och resultatnriktade kampanjer för att öka försäljning och lönsamhet. Vidare finns ett behov av att diversifiera marknadsbudgeten över flera digitala kanaler. Adtractions ambition är ta marknadsandelar genom att erbjuda en bättre service än konkurrenter. På konsumentensidan drivs e-handel och finansiella tjänster av fortsatt digitalisering och förändrade köpbeteenden, där allt fler konsumenter handlar online och väljer digitala tjänster framför traditionella alternativ.

### 5. Ökade inträdesbarriärer stärker konkurrensfördelen

Inträdesbarriärerna inom prestationsbaserad marknadsföring har ökat betydligt till följd av högre tekniska och regulatoriska krav kopplade till spårning, dataskydd och plattformsanpassningar. Adtraction har lång erfarenhet inom prestationsbaserad marknadsföring och besitter djup teknisk kompetens samt branschspecifik kunskap. Bolaget har under många år utvecklat plattformen och visat hög förmåga att anpassa sig till förändringar i marknaden, vilket har stärkt dess konkurrenskraft och position i branschen.

### 6. Låg värdering trots framtida tillväxtutsikter

Adtraction handlas till en låg värdering i relation till bolagets historik, finansiella ställning och framtida tillväxtmöjligheter. Enligt våra estimat för 2026E uppgår värderingen till cirka 7,7x EV/EBITA, vilket framstår som attraktivt givet affärsmodellens strukturella styrkor och tillväxtutsikter. Vi bedömer att marknaden ännu inte fullt ut reflekterar bolagets långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotential samt kassagenerering.

## Motargument

### 1. Teknisk komplexitet och regulatorisk risk

Adtraction är verksamt på en tekniskt komplex och snabbväxande marknad där kontinuerlig anpassning till nya regler och plattformsförutsättningar är avgörande. Om möjligheten till effektiv spårning begränsas kan detta påverka bolagets affärsmodell.

### 2. Tuffare konkurrens i övriga Europa

Adtractions verksamhet i övriga Europa utanför Norden befinner sig fortfarande i en uppbyggnadsfas och möter hårdare konkurrens. Bolaget har ännu inte uppnått samma nätverkseffekter som i Norden, vilket kan medföra att etableringsfasen tar längre tid än beräknat.

### 3. Avtagande tillväxttakt

Adtraction har en lång historik av lönsam tillväxt, men 2024 och 2025 var ett hack i tillväxtkurvan till följd av ett utmanande marknadsklimat. En svagare konjunktur, lägre ersättning och tillfälligt pausade kampanjer kan dämpa den kortsiktiga tillväxttakten.

### 4. Osäkerhet kopplad till AI-utvecklingen

Det finns exempel på konkurrenter som utvecklar plattformar baserade på AI. Det är ännu oklart hur snabbt tekniken kommer att få genomslag och vilken påverkan den kan få på marknadsdynamiken och konkurrenssituationen inom prestationsbaserad marknadsföring.

### 5. Felaktig uppfattning om affärsmodellen

Marknaden tenderar att likställa partnermarknadsföringsplattformar med traditionella affiliate-aktörer och därmed överskatta dess exponering mot risker, vilket kan medföra att affärsmodellens strukturella styrkor och långsiktiga värdeskapande inte fullt ut återspeglas i marknadens värdering.

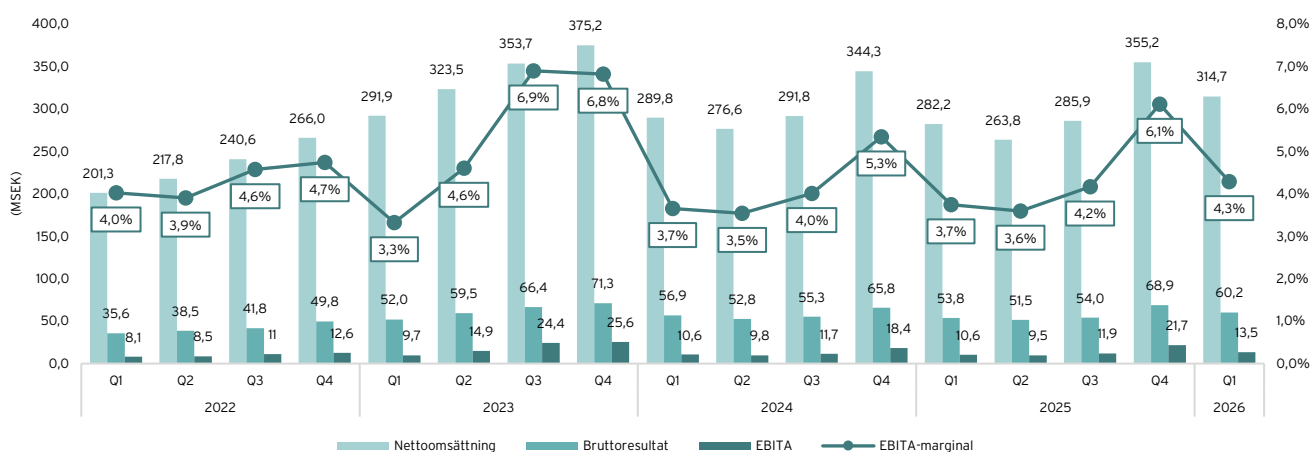
## Stark inledning på året med tillväxt och marginalexpansion

Bruttoresultatet ökade med 11,9 % till 60,2 MSEK (53,8), motsvarande en bruttomarginal om 19,1 % (19,1). Justerat för valuta var tillväxten 15 % enligt callet, vilket innebar att den underliggande utvecklingen var starkare än den rapporterade. Enligt bolaget bidrog Affiliate Future med cirka 3 MSEK av ökningen, vilket innebar att den organiska tillväxten förbättrades och uppgick till omkring 6,3 %. Tillväxten var dessutom bred och omfattade samtliga vertikaler, vilket var en tydlig förbättring jämfört med tidigare kvartal.

E-handelsvertikalen redovisade en tillväxt om 12,2 %, drivet av både organisk tillväxt och förvärvet av Affiliate Future. Utvecklingen var bred över marknader, vilket tyder på en mer stabil trend jämfört med tidigare. Finansvertikalen ökade med 5,7 % och bröt därmed en längre period av negativ utveckling. Förbättringen var dock inte enhetlig, där vissa marknader utvecklades starkt, medan andra fortsatt präglades av svaghet. Vertikalen övrigt ökade med 275,0 % från låga nivåer, där Bundler fortsätter att uppvisa mycket höga tillväxttal.

Rörelsekostnaderna ökade med 9,7 % till 51,0 MSEK (46,5), vilket var en större ökning jämfört med tidigare kvartal men fortsatt stabilt i relation till bruttoresultatet. Kostnadsökningen förklaras främst av en större organisation, även om antalet anställda minskade sekventiellt under kvartalet. EBITA ökade med 27,8 % till 13,5 MSEK (10,6), motsvarande en EBITA-marginal om 4,3 % (3,7). Adtraction redovisade därmed tillväxt och tydlig marginalexpansion för andra kvartalet i rad, där EBITA fortsätter öka snabbare än bruttoresultatet.

### Finansiell utveckling



### Estimat vs utfall

Kvartalet överträffade våra förväntningar. Avvikelsen förklaras främst av en starkare utveckling inom både e-handel och finans, där tillväxten var bredare än vi räknat med, samt ett något högre bidrag från Affiliate Future än antaget. Rörelsekostnaderna var högre än vår prognos, men tillväxten i bruttoresultatet fick ett större genomslag på lönsamheten och bidrog till en högre EBITA. Kvartalet var därmed bättre än väntat, både avseende tillväxt och lönsamhet, vilket stärker bilden av att bolaget är på väg in i en mer stabil tillväxtfas.

### Utfall vs Estimat Q1 2026

(MSEK)	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25A	Q1'26A	Q1'26E	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>282,2</b>	<b>263,8</b>	<b>285,9</b>	<b>355,2</b>	<b>314,7</b>	<b>298,2</b>	<b>+5,5%</b>
% y-o-y	-2,6%	-4,6%	-2,0%	3,2%	11,5%	5,7%	+5,8%
Övriga rörelseintäkter	2,6	1,5	0,9	1,1	3,7	2,6	+43,3%
<b>Summa intäkter</b>	<b>284,8</b>	<b>265,3</b>	<b>286,8</b>	<b>356,2</b>	<b>318,4</b>	<b>300,8</b>	<b>+5,9%</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>53,8</b>	<b>51,5</b>	<b>54,0</b>	<b>68,9</b>	<b>60,2</b>	<b>56,8</b>	<b>+6,0%</b>
Bruttomarginal	19,1%	19,5%	18,9%	19,4%	19,1%	19,0%	+0,1%
% y-o-y	-5,4%	-2,5%	-2,4%	4,7%	11,9%	5,6%	+6,3%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-46,5</b>	<b>-44,1</b>	<b>-43,8</b>	<b>-48,9</b>	<b>-51,0</b>	<b>-48,6</b>	<b>+5,0%</b>
% y-o-y	-3,8%	-2,5%	-3,3%	1,1%	9,7%	4,5%	+5,2%
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	+21,0%
<b>EBITA</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>11,9</b>	<b>21,7</b>	<b>13,5</b>	<b>11,5</b>	<b>+17,4%</b>
EBITA-marginal	3,7%	3,6%	4,2%	6,1%	4,3%	3,9%	+0,4%
% y-o-y	-0,3%	-3,2%	1,8%	18,0%	27,8%	8,8%	+19,0%

## Förbättrad marknadsbild, tillväxtinitiativ och kommande kostnadsbesparingar

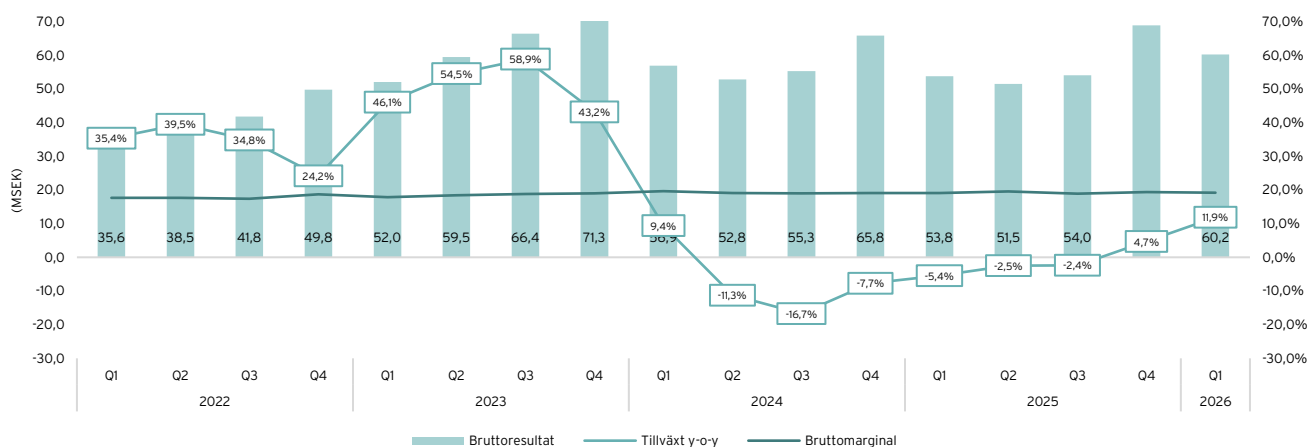
Adtraction uppger att bruttoresultatet fortsatt utvecklats positivt fram till mitten av april, med en tillväxttakt i linje med Q1. Det indikerar att den förbättrade trenden består och att tillväxten inte enbart drevs av enstaka månader under kvartalet. Bolaget beskriver nu en bredare positiv marknadsbild inom e-handel, med tillväxt på de flesta marknader. Finans visar tecken på förbättring i enskilda marknader, även om utvecklingen fortsatt är ojämn. Det som återstår att bevisa är främst hur uthållig förbättringen inom finans är, men givet lägre jämförelsetal och bättre momentum bedömer vi att förutsättningarna för detta har förbättrats, även om osäkerheten kvarstår. Bundler fortsätter även att utvecklas starkt, där ökade integrationer driver hög tillväxt från låga nivåer.

Utrullningen av den förbättrade spårningslösningen pågår och enligt bolaget bidrar den redan till tillväxt, där mer rättvis spårning lett till positiva effekter på flera marknader. Testfasen av det nya influencer-verktyget har inletts i Norden, med ambition att vara fullt operativt inför det säsongsmässigt viktiga fjärde kvartalet. Implementeringen av Salesforce fortsätter och under Q2 introduceras en ny pris- och servicemodell. Dessa initiativ väntas successivt stärka tillväxt och skalbarhet över tid, även om effekterna initialt är begränsade. Därtill uppger bolaget att nya förvärvsmöjligheter har uppstått och att processer pågår, vilket indikerar fortsatt M&A-aktivitet.

Under kvartalet kommunicerades även organisatoriska förändringar. Dessa väntas belasta Q2 med engångskostnader om knappt 2 MSEK, men därefter minska kostnadsmassan med preliminärt 2 MSEK per kvartal. Det skapar förutsättningar för ytterligare marginalexpansion även vid en mer måttlig tillväxttakt. Sammantaget bedömer vi att Adtraction är väl positionerat för fortsatt tillväxt under 2026, där utvecklingen inom finans och bolagets förmåga att omsätta tillväxt i bruttoresultatet till ökad lönsamhet blir avgörande.

- **Förbättrad spårning:** Bolaget har uppdaterat sin spårningslösning för att säkerställa att transaktioner registreras korrekt. Åtgärden är viktig för att påvisa rätt ROI för annonsörer samt säkerställa rätt ersättning till både partners och Adtraction. Implementeringen är påbörjad och bidrar redan till tillväxt.
- **Implementering av Salesforce:** Syftar till att skapa en djupare integration mellan CRM-systemet och Adtractions plattform för att effektivisera sälj- och kundprocesser. Integrationen möjliggör tydligare segmentering och prioritering av kunder samt mer effektiv hantering av internationella samarbeten.
- **Förtydligande av tjänsteerbjudande:** Bolaget kommer att introducera en ny pris- och servicemodell under Q2'26 för att bättre anpassa servicenivå till kundens storlek och behov. Kunder segmenteras i tre nivåer, Basic, Growth och Premium, vilket ska möjliggöra bättre prissättning och ökad skalbarhet.
- **Ett mer internationellt erbjudande:** Adtraction arbetar för att öka det gränsöverskridande samarbetet mellan marknader. Initiativet stöds av implementeringen av Salesforce och den nya erbjudandestrukturen, vilket möjliggör effektivare hantering av internationella kunder och samarbeten.
- **Lansering av ett nytt influencer-verktyg:** Adtraction utvecklar ett nytt verktyg för att stärka erbjudandet inom influencer-segmentet, bredda plattformssaffären och attrahera fler kunder. Testfasen inleddes under Q1'26 i Norden, med ambitionen att vara fullt operativt inför det säsongsmässigt viktiga fjärde kvartalet.
- **Förvärvet av Affiliate Future:** Förvärvet stärker Adtractions närvaro i Storbritannien och skapar positiva nätverkseffekter när kunder successivt migreras till Adtractions plattform. Migreringen inleddes under Q1'26 och väntas slutföras inom kort. Förvärvet stärker tillväxtpotentialerna i UK och på sikt övriga Europa.
- **Bundler:** Bundler utvecklas starkt från låga nivåer och har enligt bolaget uppnått tydlig product-market fit. Bundler erbjuder ett högt kundvärde och affärsmodellen genererar återkommande intäkter, där etablerade integrationer genererar löpande intäkter och nyförsäljning driver tillväxt ovanpå.
- **Nya förvärv:** Adtraction har en stark finansiell ställning och hög kassakonvertering, vilket ger fortsatt handlingsutrymme för selektiva förvärv. Bolaget uppger att nya förvärvsmöjligheter har uppstått och att processer pågår, vilket indikerar fortsatt M&A-aktivitet i närtid.

### Bruttoresultat och marginal, historisk utveckling



## E-handeln visar stabilisering över flera marknader

E-handelsvertikalen var fortsatt den största bidragsgivaren, där bruttoresultatet ökade med 12,2 % till 36,6 MSEK (32,6). Tillväxten drevs av organisk utveckling och bidrag från Affiliate Future, som enligt bolaget stod för cirka 3 MSEK av ökningen. Det innebär att den organiska tillväxten uppgick till cirka 3,1 %, vilket utgör en förbättring jämfört med tidigare kvartal, även om tillväxttakten fortsatt är relativt måttlig.

Det som stack ut var att tillväxten var bred och omfattade majoriteten av marknaderna. Det indikerar att vertikalen fortsätter att stabiliseras och att marknadsbilden förbättrats jämfört med tidigare. Bruttoresultatet var dessutom det högsta någonsin för ett första kvartal, vilket stärker bilden av att vertikalen är på väg in i en mer stabil tillväxtfas. Den positiva utvecklingen var särskilt tydlig i Norden, där samtliga större marknader visade tillväxt, men även i flera europeiska marknader där bolaget successivt stärker sin position. Schweiz utgjorde ett undantag med negativ utveckling, vilket enligt bolaget förklaras av svagare trafikällor. Åtgärderna fokuserar därför på att bredda trafikanskaffningen och addera fler partners, vilket väntas leda till en gradvis återhämtning.

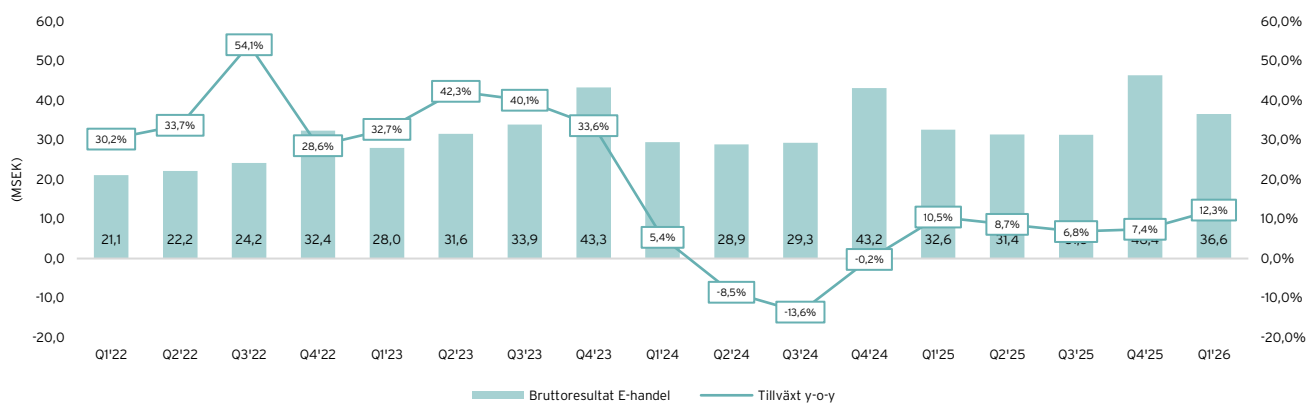
Affiliate Future fortsätter dessutom att utvecklas bättre än de ursprungliga förväntningarna i samband med förvärvet. Utöver bidraget till bruttoresultatet uppgick EBITA-bidraget till cirka 1,5 MSEK, vilket innebär att förvärvet redan bidrar positivt till marginalen. Migrationen till Adtractions plattform är i stort sett genomförd, där endast ett fåtal konton återstår och slutförandet väntas ske under det andra kvartalet. Sammantaget bedömer vi att e-handelsvertikalen utgör en stabil bas för fortsatt tillväxt under 2026, där en mer positiv marknadsbild, bidraget från Affiliate Future och pågående initiativ indikerar att utvecklingen kan fortsätta i en stabil riktning framöver.

## Nya initiativ stärker tillväxtutsikterna

I callet framgick det att testfasen av det nya influencer-verktyget har inletts i Sverige och väntas successivt rullas ut bredare, initialt i Norden. I vår vd-intervju med Simon Gustafson framkom att verktyget är utformat som en app med högre användarvänlighet än dagens plattformserbjudande. Det väntas stärka erbjudandet mot influencers och därigenom befintliga annonsörer. Bolaget har tidigare lyft att influencer är en viktig kanal, även om exponeringen är svår att isolera då den inte särredovisas. Ambitionen är att verktyget ska vara fullt operativt inför det säsongsmässigt viktiga fjärde kvartalet. Vi ser detta som ett relevant initiativ för att stärka tillväxten inom vertikalen, givet att influencer-marketing uppvisar hög strukturell tillväxt och påverkas mindre av förändringar i det digitala landskapet.

Under Q2 avser bolaget även att introducera en ny pris- och servicemodell, med syfte att bättre anpassa servicenivå och erbjudande efter annonsörernas storlek och behov. Kunder segmenteras i tre nivåer, Basic, Growth och Premium, vilket väntas möjliggöra mer differentierad prissättning och ökad skalbarhet i affären. I samband med detta öppnar Adtraction upp plattformen för mindre kunder, som i större utsträckning ges möjlighet att hantera sina konton själva. Dessa erbjuds tillgång till plattformen och bolagets partnernetverk mot en fast kostnad. Initiativet har vuxit fram efter förvärvet av Adrecord, vars kundbas till stor del bestod av mindre kunder, och innebär att Adtraction nu kan adressera detta segment på ett mer strukturerat och lönsamt sätt. Förändringen skapar även förutsättningar att omallokera resurser mot större kunder, där potentialen att bygga djupare relationer och driva ytterligare tillväxt är högre.

Bruttoresultat e-handel, historisk utveckling



## Finans visar tidiga tecken på återhämtning

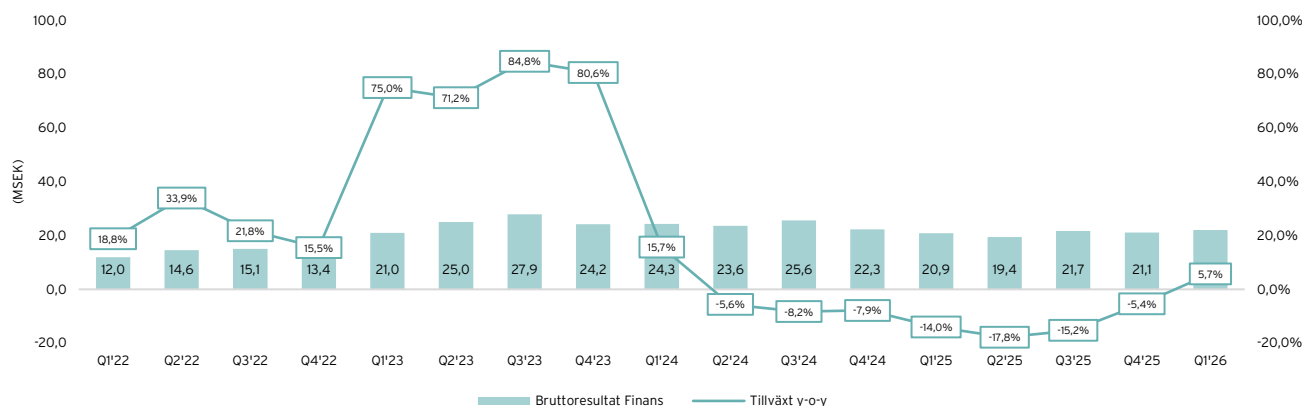
Finansvertikalen utvecklades mer positivt under kvartalet, där bruttoreultatet ökade med 5,7 % till 22,1 MSEK (20,9). Det innebär att vertikalen återgick till tillväxt efter en längre period av negativ utveckling, vilket är en viktig signal givet att finans varit den främsta motvinden de senaste kvartalerna. Tillväxten drevs framför allt av stark utveckling i Sverige, som är en stor marknad, samt höga tillväxttal i mindre marknader såsom Tyskland och Italien. Därtill noterades positiv tillväxt i Polen och Nederländerna.

Bilden är dock fortsatt ojämn mellan marknader, där Danmark, Norge, Spanien och Frankrike uppvisade negativ tillväxt under kvartalet. I Norge och Danmark förklaras detta främst av en fortsatt svag kreditmarknad, med lägre aktivitet från både konsumenter och långgivare, vilket är cykliska faktorer. I Frankrike befinner sig bolaget fortsatt i en uppbyggnadsfas inom vertikalen. Spanien påverkas i högre grad av osäkerhet kopplad till kommande regleringar samt förändringar i hur trafik och konverteringar hanteras, där en ökad användning av API-integrationer förändrar marknadsdynamiken. Adtraction arbetar aktivt med att anpassa sitt erbjudande till dessa förändringar, vilket väntas implementeras senare under året och är en viktig åtgärd för att stärka konkurrenskraften framåt.

Trots den splittrade bilden är det positivt att vertikalen som helhet visar tillväxt och att förbättringen är tydlig i flera nyckelmarknader. Vertikalen uppvisade även sekventiellt tillväxt, vilket indikerar att momentum förbättrades under kvartalet. Bolaget uppger dessutom att tillväxten inom vertikalen fortsätter in i april månad, vilket stödjer bilden av en gradvis återhämtning efter den svagare period som präglade utvecklingen sedan 2023. Samtidigt kvarstår osäkerhet kopplad till kommande regleringar, särskilt i Sverige och Spanien. Historiskt har dock liknande förändringar haft en mer kortsiktig påverkan, där marknaden successivt anpassar sig till nya förutsättningar.

Framåt är den viktigaste faktorn att förbättringen fortsätter och breddas till fler marknader. Givet lägre jämförelsetal och en mer normaliserad marknad finns förutsättningar för fortsatt återhämtning, men osäkerheten kvarstår, särskilt i de marknader som fortsatt utvecklas svagt. Sammantaget bedömer vi att finansvertikalen har passerat botten, men att återhämtningen fortsatt är skör och beroende av fler marknader.

### Bruttoreultat finans, historisk utveckling



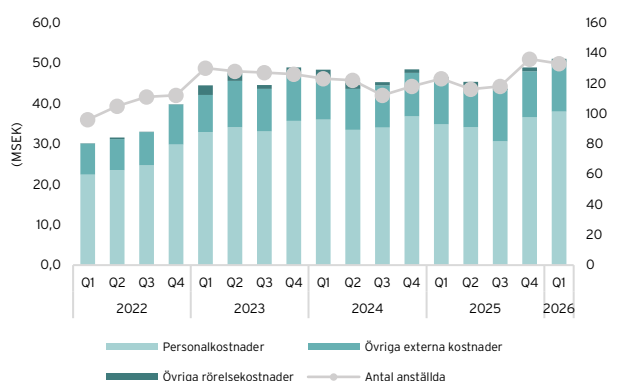
## Stabil kostnadsbas möjliggör operativ hävstång och marginalexpansion

Rörelsekostnaderna ökade med 9,7 % till 51,0 MSEK (46,5), där cirka 1,5 MSEK var hänförligt till Affiliate Future. Justerat för detta ökade även den underliggande kostnadsbasen, vilket indikerar att uppgången drevs av en större organisation samt generella kostnadsökningar. Kostnadsutvecklingen var dock fortsatt begränsad i relation till bruttoresultatet, vilket möjliggjorde en tydlig förbättring i lönsamheten. EBITA ökade med 27,8 % till 13,5 MSEK (10,6), motsvarande en EBITA-marginal om 4,3 % (3,7). Utfallet visar återigen den operationella hävstången i affärsmodellen, där tillväxt i bruttoresultatet ger en relativt stor effekt på lönsamheten.

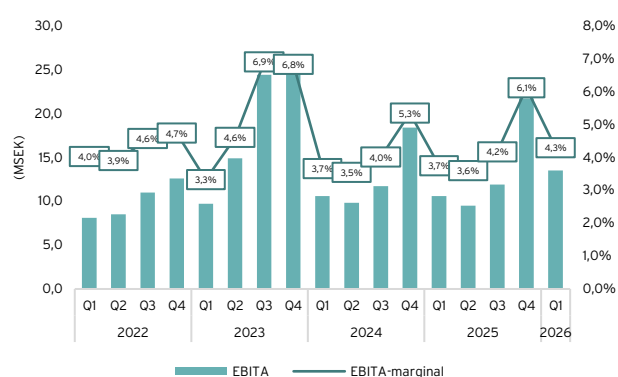
Trots den ökade kostnadsbasen bedömer vi inte att ytterligare organisationsuppbyggnad är en förutsättning för att hantera fortsatt tillväxt. Dynamiken i affärsmodellen är att bruttoresultatet kan växa snabbare än kostnaderna, då varje account manager och partner manager kan hantera en ökad volym över tid utan motsvarande ökning i arbetsinsats, särskilt inom befintliga kundprogram. Detta stöds av historiken, där bolaget under 2023 hanterade ett högre bruttoresultat per anställd. I rapporten framgår även att en hög andel av den nya kodmassan är AI-genererad, och att projekt pågår där LLM:er och integrationer används för att extrahera och bearbeta data från plattformen. Detta ökar effektiviteten i både tech-teamet och den operativa organisationen, vilket möjliggör snabbare utveckling och att varje account manager kan hantera fler kunder. Det talar för att den interna kapaciteten är större än tidigare, vilket även indikeras i vår vd-intervju med Simon Gustafson, där han framhåller att befintlig organisation kan hantera tillväxt inom nuvarande kundbas utan motsvarande kostnadsökningar.

Framåtblickande väntas de organisatoriska förändringar som kommunicerades under kvartalet initialt belasta Q2 med engångskostnader om knappt 2 MSEK, men därefter sänka kostnadsnivån med preliminärt cirka 2 MSEK per kvartal. Enligt VD bedöms merparten av dessa besparingar falla direkt ner på EBITA, vilket skapar ytterligare förutsättningar för marginalexpansion.

Rörelsekostnader, kvartal



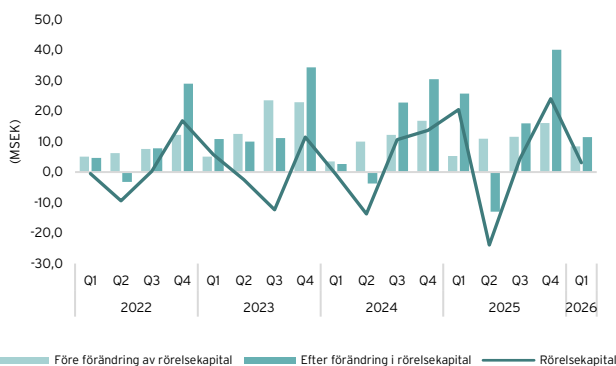
EBITA och EBITA-marginal



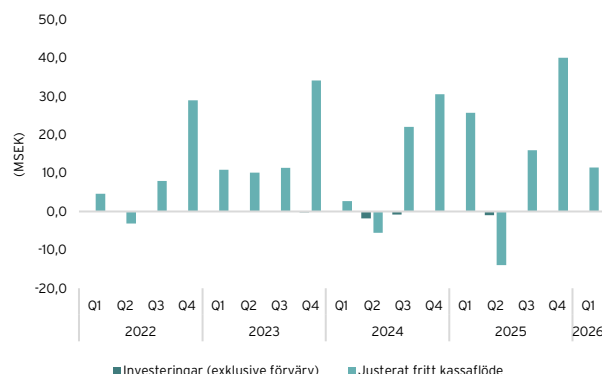
## Stark finansiell ställning ger utrymme för ytterligare förvärv

Det fria kassaflödet uppgick till 11,5 MSEK (25,7), vilket visar att kassagenereringen fortsatt är stabil och i linje med EBITA. Bolaget har inga räntebärande skulder och avslutade kvartalet med en nettokassa om 133,7 MSEK (129,3), vilket innebär en stark finansiell ställning. Efter kvartalets utgång delade bolaget ut hälften av den beslutade utdelningen om totalt 2,2 SEK per aktie för året, vilket reducerar nettokassan till cirka 115,5 MSEK. Den starka balansräkningen och goda kassagenereringen skapar utrymme för både fortsatt utdelning och strategiska förvärv. I vår VD-intervju framkommer att bolaget återigen ser fler möjligheter att konsolidera nätverk i Europa. Bolaget uppger att det även är öppet för förvärv inom närliggande strukturer och utesluter inte mer transformativa affärer om rätt strategisk möjlighet uppstår. Vi bedömer att förvärv utgör ett attraktivt komplement till den organiska tillväxten, särskilt om de genomförs till rimliga multiplar.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde



Kvartalsestimat för 2026

	Estimat för 2026				
<i>(MSEK)</i>	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>314,7</b>	<b>298,5</b>	<b>312,9</b>	<b>374,4</b>	<b>1300,5</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>5,4%</i>	<i>9,6%</i>
Övriga rörelseintäkter	3,7	1,5	1,0	0,9	7,1
<b>Summa intäkter</b>	<b>318,4</b>	<b>300,0</b>	<b>313,9</b>	<b>375,3</b>	<b>1307,6</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>60,2</b>	<b>57,4</b>	<b>59,4</b>	<b>72,7</b>	<b>249,7</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,2%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,4%</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-51,0</b>	<b>-48,7</b>	<b>-44,8</b>	<b>-48,4</b>	<b>-192,9</b>
<i>% y-o-y</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>2,3%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>5,3%</i>
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8
<b>EBITA</b>	<b>13,5</b>	<b>10,7</b>	<b>16,5</b>	<b>25,9</b>	<b>66,6</b>
<i>EBITA-marginal</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,1%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>27,8%</i>	<i>12,8%</i>	<i>38,6%</i>	<i>19,3%</i>	<i>24,1%</i>

## Helårsestimat för 2026

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>925,7</b>	<b>1 344,3</b>	<b>1 202,5</b>	<b>1 187,1</b>	<b>1 300,5</b>
% y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-1,3%	9,6%
Övriga intäkter	2,7	5,7	4,3	6,0	7,1
<b>Summa intäkter</b>	<b>928,4</b>	<b>1 350,1</b>	<b>1 206,8</b>	<b>1 193,1</b>	<b>1 307,6</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>165,7</b>	<b>249,2</b>	<b>230,8</b>	<b>228,2</b>	<b>249,7</b>
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,2%
% y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	-1,1%	9,4%
EV/GP	3,1	2,1	2,2	2,3	2,1
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-134,2</b>	<b>-185,5</b>	<b>-187,2</b>	<b>-183,3</b>	<b>-192,9</b>
% y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-2,1%	5,3%
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
<b>EBITA</b>	<b>40,2</b>	<b>74,6</b>	<b>50,5</b>	<b>53,7</b>	<b>66,6</b>
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,5%	5,1%
% y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	6,3%	24,1%
EV/EBITA	12,8	6,9	10,2	9,6	7,7

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 12x EBITA för helåret 2026E. 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 % på våra estimat.

### Värdering

	Multipel	EBITA 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2026E</b>	12	66,6	914,8	55,1
Säkerhetsmarginal (30%)	12	46,6	675,0	40,6

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

### Potentiell avkastning

	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2026E</b>	1,45	45,0%	45,0%	1,07	7,0%	7,0%

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

### Känslighetsanalys

	Huvudscenariot 2026E				Säkerhetsmarginal (30%)			
	EBITA	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	
7	581,7	35,0	35,0	-7,8%	441,9	26,6	-30,0%	
8	648,3	39,0	39,0	2,7%	488,5	29,4	-22,6%	
9	715,0	43,1	43,1	13,3%	535,1	32,2	-15,2%	
10	781,6	47,1	47,1	23,8%	581,7	35,0	-7,8%	
11	848,2	51,1	51,1	34,4%	628,4	37,8	-0,4%	
<b>12</b>	<b>914,8</b>	<b>55,1</b>	<b>55,1</b>	<b>45,0%</b>	<b>675,0</b>	<b>40,6</b>	<b>7,0%</b>	
13	981,4	59,1	59,1	55,5%	721,6	43,5	14,3%	
14	1 048,0	63,1	63,1	66,1%	768,2	46,3	21,7%	
15	1 114,6	67,1	67,1	76,6%	814,9	49,1	29,1%	
16	1 181,2	71,1	71,1	87,2%	861,5	51,9	36,5%	
17	1 247,8	75,1	75,1	97,7%	908,1	54,7	43,9%	

## Källor

1. <https://storage.mfn.se/9296cf13-1221-4dba-9d7a-6a269f376e56/delarsrapport-q1-2026.pdf>
2. <https://youtu.be/KwpK1MgaM8M?si=hrzRtz5pfFWOvdWW>

## Disclaimer

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

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

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

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

## Intressekonflikt

---

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