Adtraction Group

Rapportkommentar Q3'26

2026-11-09

Adtraction redovisade en nettoomsättning om 355,0 MSEK (285,9) under det tredje kvartalet, motsvarande en tillväxt om 24,2 %. Bruttoresultatet ökade med 25,3 % till 67,7 MSEK (54,0), med en bruttomarginal om 19,1 % (18,9). EBITA uppgick till 22,2 MSEK (11,9), motsvarande en EBITA-marginal om 6,3 % (4,2). Periodens kassaflöde uppgick till 21,9 MSEK (15,7) och kassan till 135,1 MSEK (115,1) vid kvartalets slut.

Accelererande tillväxt och stark operativ hävstång

Bruttoresultatet ökade med 25,3 % till 67,7 MSEK (54,0) och tillväxten accelererade från 17,7 % i Q2 och 11,9 % i Q1. E-handel ökade med 27,6 % till 39,9 MSEK (31,3) och stod för huvuddelen av accelerationen. Finans ökade med 17,3 % till 25,5 MSEK (21,7) och fortsatte återhämtningen, med Sverige som viktigaste drivkraft och en förbättring i Spanien. Utvecklingen drevs främst av högre aktivitet hos befintliga annonsörer och partners, fler förmedlade transaktioner och högre ersättningar. Merparten av tillväxten var enligt bolaget organisk, även om den exakta fördelningen inte redovisas efter integrationen av Affiliate Future. Norden växte med 19,8 % och Europa med 44,2 %, där omkring hälften av Europas tillväxt enligt ledningen var förvärvad. Bundler bidrog också från låga nivåer och ökade bruttoresultatet med 204 % till 2,0 MSEK (0,7). Rörelsekostnaderna ökade med 10,6 % till 48,4 MSEK (43,8), betydligt långsammare än bruttoresultatet. EBITA ökade med 86,8 % till 22,2 MSEK, motsvarande en marginal om 6,3 % (4,2). Cirka 75 % av ökningen i bruttoresultatet motsvarades av högre EBITA, vilket tydligt visar affärsmodellens operativa hävstång.

Bättre momentum inför Q4 och 2027

Bruttoresultatet fortsatte att växa tvåsiffrigt i oktober och ledningen förväntar sig en bättre Black Friday-säsong än 2025, baserat på kampanjbokningar och ett starkare ingående momentum. E-handelns förbättring omfattar de flesta marknader och underkategorier, med högre ordervärden och ersättningsnivåer. Även inom finans har ersättningen per förmedlad affär ökat, vilket enligt ledningen speglar en mer gynnsam marknadsprissättning. Annonsörernas större vilja att investera i kanalen innebär en tydlig förändring jämfört med de svagare åren 2024 och 2025. Adtraction växer också trots att contentsajter tappar trafik, eftersom andra partnerkategorier hittills har kunnat kompensera. Bundlers större prenumerationsbas väntas dessutom bidra tydligare från Q4, efter att betydande volymer tillkom sent i Q3. Inför 2027 kan den nya pris- och servicemodellen, self service och AI-stöd effektivisera kundhanteringen och begränsa behovet av personalökningar. Ledningen räknar med en stabil kostnadsutveckling och genomför selektiva rekryteringar.

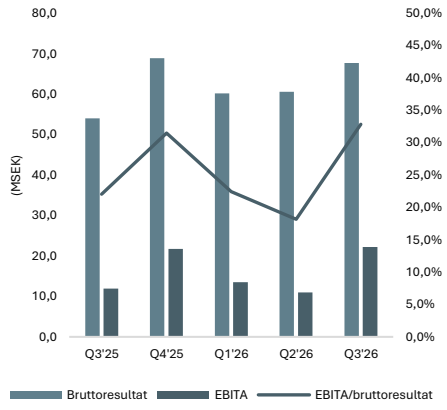
Outlook

Rapporten var klart bättre än våra förväntningar. Bruttoresultatet överträffade vårt estimat med 9,7 % och EBITA med 33,2 %. Vi bedömer att den positiva starten på Q4, den bredare e-handelstillväxten och finansåterhämtningen talar för en stark avslutning på året. Under 2027 blir jämförelsetalen mer krävande när Affiliate Future ingår under hela året, finans möter återhämtningen under 2026 och effekterna av Fair Tracking successivt ingår i jämförelsebasen. Det förbättrade marknadsläget, bolagets kommersiella satsningar och en effektivare kundhantering ger dock förutsättningar för fortsatt tillväxt och marginalexpansion. Regleringar inom finans och förändrade trafikflöden till partners kvarstår som risker. Vi höjer bruttoresultatet med 3,8 % och EBITA med 12,7 % för 2026E. För 2027E räknar vi med 8,6 % tillväxt i bruttoresultatet och 18,7 % tillväxt i EBITA. Kvartalet stärker investeringscaset, men vi gör en försiktigare bedömning av marknadens betalningsvilja och sänker värderingsmultipeln till 10x EV/EBITA (12x). Våra estimat inkluderar inga framtida förvärv, men vi tar hänsyn till den förväntade kassauppbyggnaden i värderingen. Våra motiverade värden uppgår till 56,3 SEK per aktie för 2026E och 70,4 SEK för 2027E, en uppsida om 31,8 % respektive 64,9 %.

Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	42,7
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	709,1
Nettokassa (MSEK)	135,1
EV (MSEK)	574,0
Insiderägande	33,0%
Nästa rapport	2027-02-17

Kvartalsutveckling



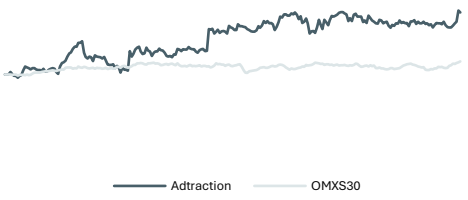
Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

(MSEK)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	1 344,3	1 202,5	1 187,1	1 386,6	1 498,0
Tillväxt y-o-y	*45,2%*	*-10,5%*	*-1,3%*	*16,8%*	*8,0%*
Övriga rörelseintäkter	5,7	4,3	6,0	9,1	6,0
Summa intäkter	1 350,1	1 206,8	1 193,1	1 395,6	1 504,0
Bruttoresultat	249,2	230,8	228,2	266,7	289,6
Bruttomarginal	*18,5%*	*19,2%*	*19,2%*	*19,2%*	*19,3%*
Tillväxt y-o-y	*50,4%*	*-7,4%*	*-1,1%*	*16,9%*	*8,6%*
Rörelsekostnader	-185,5	-187,2	-183,3	-201,0	-206,7
Tillväxt y-o-y	*38,2%*	*0,9%*	*-2,1%*	*9,7%*	*2,8%*
Materiella avskriv.	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8
EBITA	74,6	50,5	53,7	77,1	91,5
EBITA-marginal	*5,5%*	*4,2%*	*4,5%*	*5,6%*	*6,1%*
Tillväxt y-o-y	*85,6%*	*-32,3%*	*6,3%*	*43,7%*	*18,7%*
EV/EBITA	*7,7*	*11,4*	*10,7*	*7,4*	*6,3*
EV/EBITA inkl kassauppb.	-	-	-	*7,1*	*5,0*

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	**1 m**	**3 m**	**12m**
Adtraction	+6,5	+0,2	+62,4

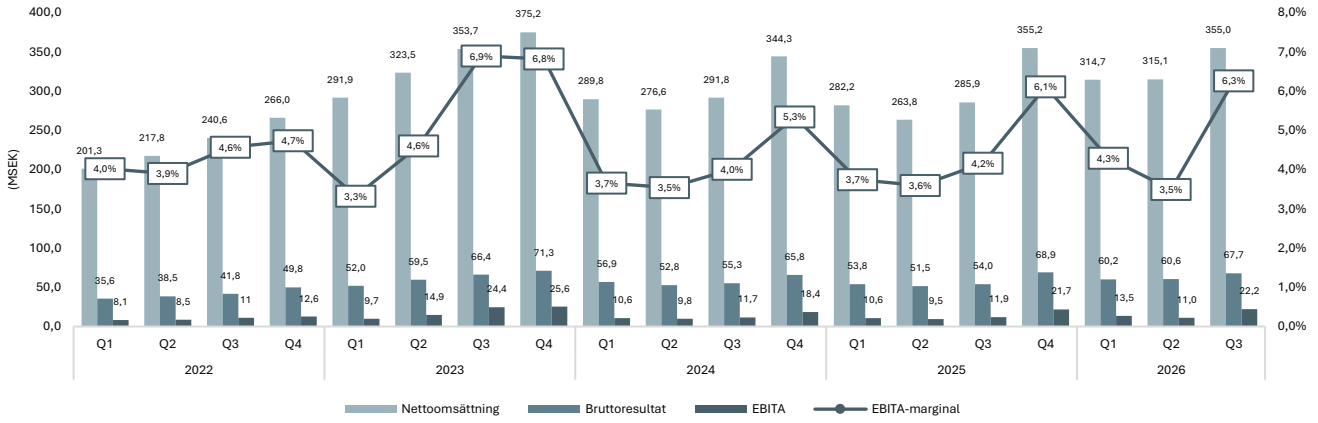
Accelererande tillväxt med tydligt genomslag på lönsamheten

Bruttoresultatet ökade med 25,3 % till 67,7 MSEK (54,0), vilket var det fjärde kvartalet i rad med tillväxt. Tillväxten accelererade från 17,7 % i Q2 och 11,9 % i Q1. Nettoomsättningen ökade med 24,2 % till 355,0 MSEK (285,9) och bruttomarginalen uppgick till 19,1 % (18,9). Den relativt stabila bruttomarginalen innebär att omsättningen och Adtractions egen intjäning utvecklades i ungefär samma takt. Sekventiellt ökade bruttoresultatet med 11,7 % från 60,6 MSEK i Q2.

Utvecklingen drevs främst av högre aktivitet i den befintliga kund- och partnerbasen. Enligt ledningen ökade trafiken, antalet förmedlade transaktioner och ersättningen per transaktion. Tillväxten kom därmed från både större volymer och högre intjäning per transaktion. Bolaget redovisar ingen exakt uppdelning mellan dessa effekter. Merparten av tillväxten var enligt ledningen organisk, men den exakta fördelningen kan inte fastställas efter integrationen av Affiliate Future.

Rörelsekostnaderna ökade med 10,6 % till 48,4 MSEK (43,8), betydligt långsammare än bruttoresultatet. EBITA ökade därmed med 86,8 % till 22,2 MSEK (11,9) och EBITA-marginalen steg till 6,3 % (4,2). Cirka 75 % av ökningen i bruttoresultatet motsvarades av högre EBITA. Kvartalet bekräftar affärsmodellens operativa hävstång och stärker bilden av att fortsatt tillväxt kan hanteras med en begränsad kostnadsökning.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Kvartalet var klart bättre än våra förväntningar. Bruttoresultatet överträffade vårt estimat och bruttomarginalen var i linje med vårt antagande. Avvikelsen kom därmed främst från en större affärsvolym än vi räknat med. Rörelsekostnaderna blev något högre än väntat, men detta kompenserades i stort av högre övriga rörelseintäkter. Det högre bruttoresultatet fick därför ett tydligt genomslag på EBITA, som överträffade våra förväntningar med god marginal.

Utfall vs Estimat Q3 2026

(MSEK)	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26	Q3'26A	Q3'26E	Diff
Nettoomsättning	**285,9**	**355,2**	**314,7**	**315,1**	**355,0**	**322,6**	**10,0%**
Tillväxt y-o-y	*-2,0%*	*3,2%*	*11,5%*	*19,5%*	*24,2%*	*12,9%*	*11,3pp*
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,1	3,7	1,9	2,6	1,0	158,3%
Summa intäkter	**286,8**	**356,2**	**318,4**	**316,9**	**357,6**	**323,6**	**10,5%**
Bruttoresultat	**54,0**	**68,9**	**60,2**	**60,6**	**67,7**	**61,7**	**9,7%**
Bruttomarginal	*18,9%*	*19,4%*	*19,1%*	*19,2%*	*19,1%*	*19,1%*	*0,0pp*
Tillväxt y-o-y	*-2,4%*	*4,7%*	*11,9%*	*17,7%*	*25,3%*	*14,3%*	*11,0pp*
Rörelsekostnader	**-43,8**	**-48,9**	**-51,0**	**-52,1**	**-48,4**	**-46,9**	**3,3%**
Tillväxt y-o-y	*-3,3%*	*1,1%*	*9,7%*	*18,4%*	*10,6%*	*7,1%*	*3,5pp*
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	17,5%
EBITA	**11,9**	**21,7**	**13,5**	**11,0**	**22,2**	**16,7**	**33,2%**
EBITA-marginal	*4,2%*	*6,1%*	*4,3%*	*3,5%*	*6,3%*	*5,2%*	*1,1pp*
Tillväxt y-o-y	*1,8%*	*18,0%*	*27,8%*	*16,1%*	*86,8%*	*40,3%*	*46,5pp*

Starkare utgångsläge inför Q4 och 2027

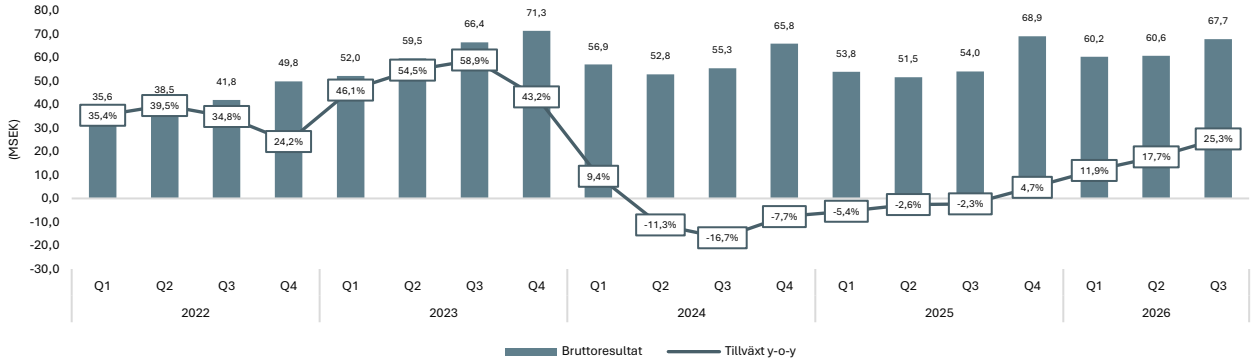
Bruttoresultatet fortsatte att växa tvåsiffrigt i oktober och ledningen förväntar sig en bättre Black Friday-säsong än 2025, baserat på kampanjbokningar och ett starkare ingående momentum. Den positiva starten ger stöd för en stark avslutning på året, men oktoberutvecklingen ska inte tolkas som en prognos för hela kvartalet. Konsumenternas faktiska köp under Black Friday och julhandeln blir avgörande för utfallet.

Ledningen beskriver en större vilja hos annonsörerna att investera i kanalen genom konkurrenskraftiga ersättningar. Det är en tydlig förändring jämfört med 2024 och 2025, då kunddialogerna i större utsträckning präglades av sänkta ersättningar och försiktigare satsningar. Mer attraktiva ersättningar förbättrar partners förutsättningar att investera i trafik och utveckla sina samarbeten.

Partnernätverket har också hittills kunnat anpassas till förändrade trafikflöden. Contentsajter tappar trafik till följd av förändrade sökbeteenden och AI-genererade svar, men andra partnerkategorier har kompenserat och Adtractions totala trafik och antal transaktioner ökar. Vi ser detta som ett tecken på nätverkets anpassningsförmåga, även om fortsatta förändringar kan ställa nya krav på både trafikanskaffning och spårning.

Under 2027 blir jämförelsetalen mer krävande när Affiliate Future ingår under hela året, finans möter återhämtningen under 2026 och effekterna av den bredare utrullningen av Fair Tracking successivt ingår i jämförelsebasen. Tillväxten behöver därför i högre grad komma från utvecklade kundrelationer, nya annonsörer och partners samt ett bättre utnyttjande av nätverket över fler marknader. Vi bedömer att det förbättrade marknadsläget ger förutsättningar för detta. Kommersiella initiativ kan dessutom bredda affären, och effektivare kundhantering kan begränsa kostnaden för att växa.

Bruttoresultat, kvartal



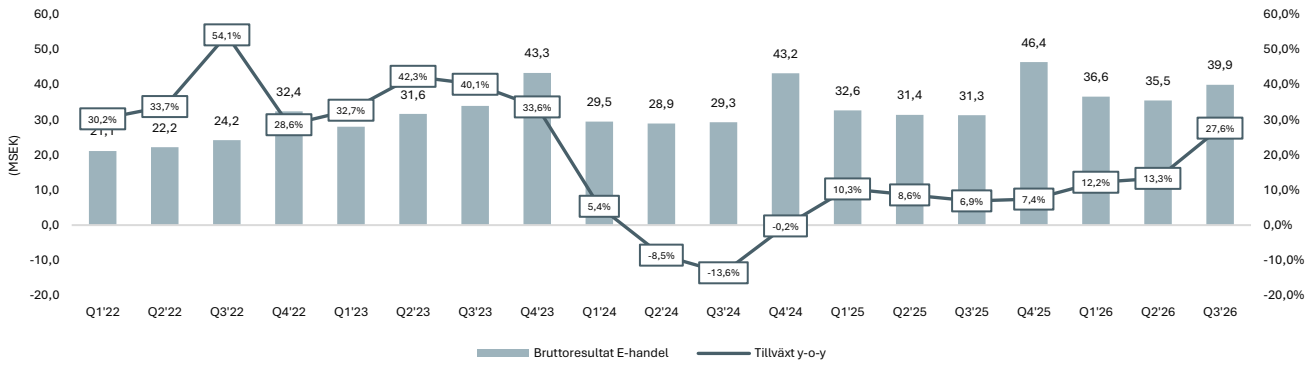
Accelererande tillväxt inom e-handel

Bruttoresultatet inom e-handel ökade med 27,6 % till 39,9 MSEK (31,3), vilket var bolagets högsta nivå för ett tredje kvartal. Tillväxten accelererade från 13,3 % i Q2 och vertikalen stod för cirka 63 % av Adtractions ökning i bruttoresultat. Enligt ledningen omfattade förbättringen de flesta marknader och underkategorier. Schweiz var dock fortsatt svagt och Polen redovisade en mindre nedgång.

Utöver fler förmedlade transaktioner ökade både ordervärden och ersättningsnivåer. Provisionen inom e-handel baseras ofta på en andel av ordervärdet. Större köp kan därför höja intjäningen per transaktion även utan en förändrad provisionssats. Kvartalet speglar således både högre köpbelopp och bättre ersättning för den förmedlade försäljningen, även om bidragen inte kan särskiljas exakt.

Affiliate Future ger också möjligheter att utveckla affären efter integrationen. Partners från den förvärvade verksamheten har enligt vd börjat arbeta med Adtractions tidigare brittiska kundbas. Ett större nätverk kan därmed skapa fler samarbeten inom befintliga kundprogram. Kompetensen inom resor sprids även till andra delar av organisationen, men ledningen beskriver bruttoresultatbidraget från denna kunskapsöverföring som begränsat hittills. Vi bedömer att nätverkseffekterna ger fortsatt potential även när det direkta förvärvsbidraget till tillväxten upphör.

E-handel, kvartal



Fortsatt återhämtning inom finans

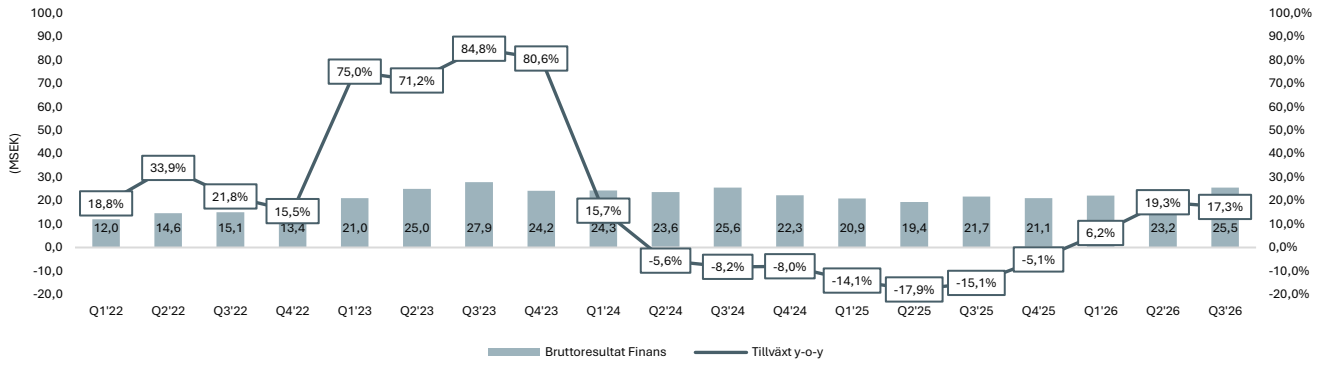
Bruttoresultatet inom finans ökade med 17,3 % till 25,5 MSEK (21,7). Sekventiellt ökade det med 9,9 % från 23,2 MSEK i Q2. Sverige var den viktigaste drivkraften och även Tyskland och Italien utvecklades starkt. Spanien växte både på årsbasis och sekventiellt, vilket visar att förbättringen mot slutet av Q2 har fortsatt. Danmark, Norge och Nederländerna minskade däremot, och återhämtningen omfattar ännu inte hela vertikalen.

Högre ersättning per förmedlad affär var en viktig drivkraft. Till skillnad från e-handelns högre ordervärden speglar detta enligt ledningen främst förändrad marknadsprissättning. Den svenska affärsaktiviteten har också fortsatt att utvecklas väl efter regeländringarna. Enligt vd hör 99 % av bruttoresultatet i den berörda svenska portföljen av konsumentkreditinstitut till aktörer som har fått eller ansökt om relevant tillstånd. Det minskar oron för ett brett bortfall till följd av uteblivna ansökningar, men innebär inte att samtliga tillstånd kommer att beviljas. Partners beroende av köpt trafik medför även exponering mot plattformarnas verifieringskrav.

Produktutvecklingen kan bidra till att bredda återhämtningen. API-lösningarna, som ursprungligen utvecklades i Spanien, har enligt vd fått bra momentum i Sverige och Tyskland. De gör det möjligt att överföra exempelvis kontaktuppgifter och önskat lånebelopp till långivaren. Ledningen uppger att produktutvecklingen redan bidrar till försäljning och bruttoresultat. Ytterligare produkter testas i mindre skala, men något separat finansiellt bidrag redovisas inte.

På rullande tolv månader uppgick bruttoresultatet till cirka 92 MSEK, vilket fortfarande understiger helårsnivåerna 2023 och 2024. Ledningen ser dessa nivåer som en referens för potentialen, men har inte angett när de kan nås igen. Vi bedömer att Spaniens förbättring och det utvecklade erbjudandet ger utrymme för fortsatt återhämtning. När Sverige möter starkare jämförelsetal blir det viktigt att dessa bidrag växer och att utvecklingen stabiliseras på de marknader som fortfarande minskar.

Finans, kvartal



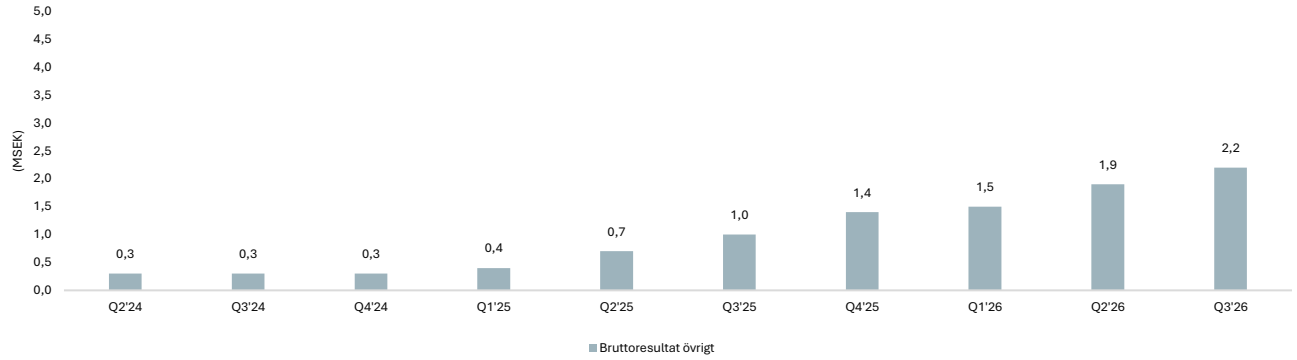
Bundler – större prenumerationsbas ger stöd för fortsatt tillväxt

Bruttoresultatet inom övrigt ökade med 127,8 % till 2,2 MSEK (1,0). Utvecklingen drevs huvudsakligen av Bundler, där bruttoresultatet ökade med 204 % till 2,0 MSEK (0,7), jämfört med 1,7 MSEK i Q2. Bundler motsvarade därmed cirka 3 % av Adtractions bruttoresultat och växer fortsatt från en liten bas.

Vid rapportpresentationen beskrev Bundlers ledning hur tillväxten drivs av nya samarbeten och ökad användning i befintliga integrationer. Kunder kan ansluta fler tjänster, lansera större paketerbjudanden eller flytta befintliga prenumerationsstockar till plattformen. Antalet aktiva prenumerationer uppgick till 242 000 vid kvartalets slut, ungefär tre gånger fler än föregående år. Betydande volymer tillkom sent i Q3 och väntas bidra tydligare från Q4. Större migrerade stockar har dock typiskt lägre intjäning per prenumeration, vilket begränsar möjligheten att översätta volymökningen direkt till bruttoresultat.

Bundler redovisade ett svagt negativt resultat eftersom fortsatt expansion prioriteras. Vi bedömer att de återkommande intäkterna och den större prenumerationsbasen ger stöd för fortsatt tillväxt, men verksamheten behöver bli större innan resultatbidraget blir betydande. Adtraction äger 70 % av Bundler. Verksamheten konsolideras fullt ut, men en del av det ekonomiska värdet tillfaller minoritetsägarna.

Övrigt, kvartal



Tillväxten når fler marknader

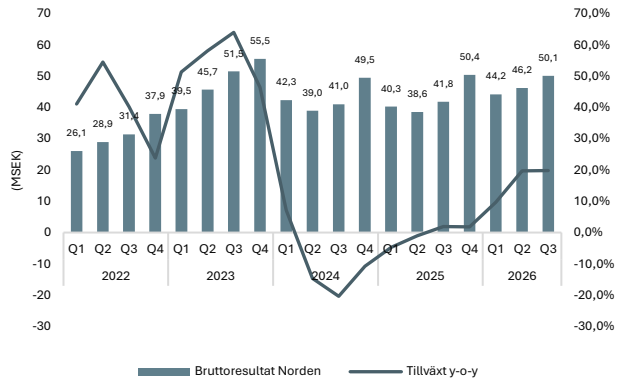
Bruttoresultatet i Norden ökade med 19,8 % till 50,1 MSEK (41,8). Regionen stod för omkring 61 % av Adtractions ökning i bruttoresultat och är fortsatt den viktigaste basen för tillväxten. Sverige utvecklades starkt inom både e-handel och finans. I Norge drevs tillväxten av e-handel, trots en fortsatt nedgång inom finans. Danmark minskade svagt, främst till följd av en svag finansmarknad.

Europa ökade bruttoresultatet med 44,2 % till 17,5 MSEK (12,2), jämfört med 11,4 % tillväxt i Q2. Omkring hälften av tillväxten var enligt ledningen förvärvad. Det brittiska bruttoresultatet nästan fyrdubblades efter integrationen av Affiliate Future. Även flera andra marknader växte, däribland Spanien, Tyskland och Italien. I Nederländerna kom tillväxten från e-handel, trots att finans minskade. Frankrike låg i nivå med föregående år, Polen minskade svagt och Schweiz redovisade en större nedgång.

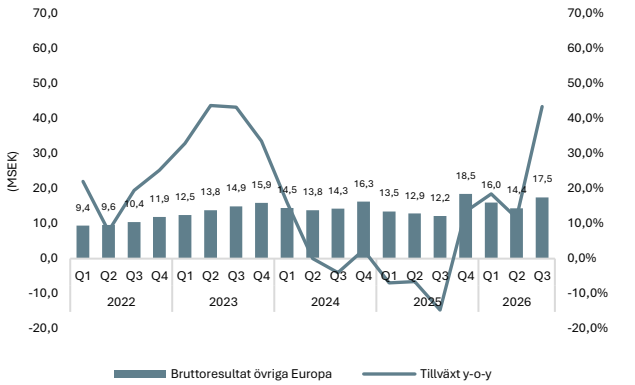
Utvecklingen visar att förbättringen utanför Norden omfattar mer än förvärvet i Storbritannien, men skillnaderna mellan marknaderna är fortsatt stora. För att öka Europas bidrag över tid behöver Adtraction utveckla lokala kundrelationer och skapa fler samarbeten mellan annonsörer och partners över landsgränserna.

Bearbetningen av större internationella kunder har fått ökat fokus. Sådana samarbeten kan ge fler lokala verksamheter tillgång till samma kundrelation och göra det lättare att utnyttja partnernätverket över flera marknader. Ledningen betonar dock att säljcyklerna är långa och att genomslaget kommer gradvis. Vi ser därför initiativet som en möjlighet att bredda tillväxten över tid, men räknar inte med något större bidrag redan nästa kvartal.

Bruttoresultat, Norden



Bruttoresultat, Europa



Effektivare organisation begränsar kostnadsökningen

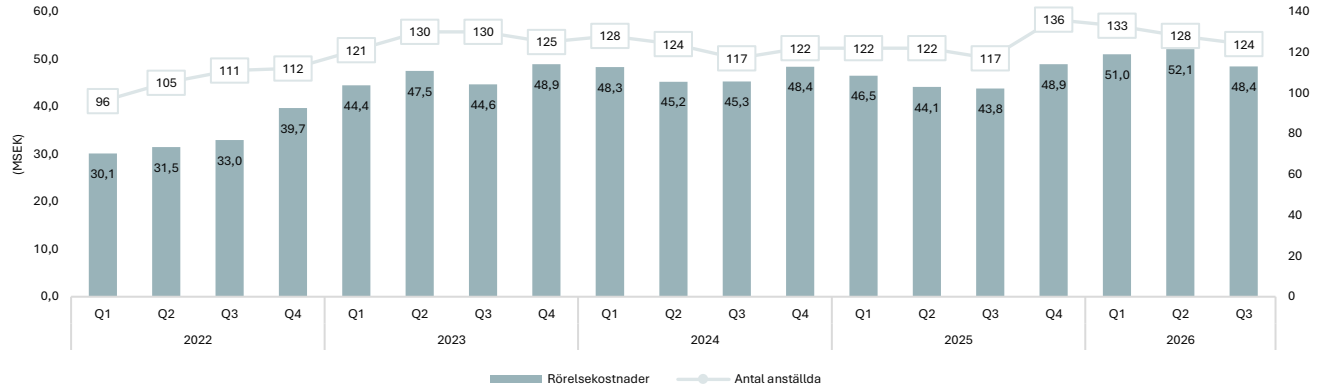
Rörelsekostnaderna, definierade som personal, övriga externa kostnader och övriga rörelsekostnader, ökade till 48,4 MSEK (43,8). Personalkostnaderna uppgick till 33,0 MSEK (30,6) och övriga externa kostnader till 15,4 MSEK (12,7). Sekventiellt minskade rörelsekostnaderna från 52,1 MSEK i Q2. Jämförelsen påverkas av bortfall av omstruktureringskostnader och säsongsmässigt lägre personalkostnader.

Organisationsförändringarna i det danska techteamet och inom Affiliate Future beräknades ge en nettobesparing om knappt 1,6 MSEK per kvartal från Q3, jämfört med kostnadsbasen före åtgärderna och efter lönejusteringar i Storbritannien. Ledningen bekräftar lägre kostnader, men särredovisar inte kvartalets besparing. Genomsnittligt antal heltidstjänster minskade till 124 från 128 i Q2. Personalkostnaderna gynnades även av en återkommande semesterlöneeffekt om cirka 3,5 MSEK, något större än föregående år. Årets personalkonferens kostade cirka 3 MSEK. Även jämförelseperioden innehöll en konferens.

Ledningen räknar med en fortsatt stabil kostnadsutveckling och genomför selektiva rekryteringar. Den nya pris- och servicemodellen ska bättre anpassa arbetsinsatsen till kundernas behov och intjäningspotential. Gemensamma customer success-team och self managed gör det möjligt att betjäna mindre kunder utan en dedikerad account manager. Större inslag av fasta avgifter förbättrar ersättningen för arbetet, och Salesforce används för att följa servicenivåerna.

AI-stöd förenklar redan tillgången till information och analyser internt. Nästa steg är att ge partners och annonsörer liknande möjligheter, vilket kan minska behovet av manuell support. Kostnaden för AI-verktyg låg kvar på omkring 0,5 MSEK per kvartal. Någon separat produktivitetsvinst har inte kvantifierats. Vi bedömer att initiativen främst kan begränsa framtida kostnadsökningar och frigöra mer tid för försäljning och kundutveckling.

Rörelsekostnader, kvartal

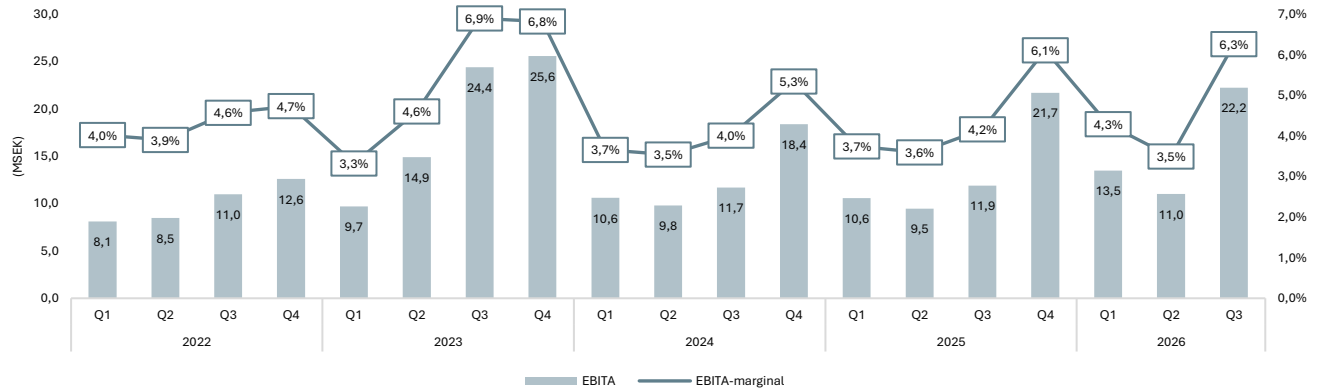


Tillväxten får större genomslag på resultatet

EBITA ökade med 86,8 % till 22,2 MSEK (11,9). EBITA-marginalen steg till 6,3 % (4,2) och EBITA i förhållande till bruttoresultatet till 32,9 % (22,0). Förbättringen drevs främst av att bruttoresultatet ökade med cirka 13,7 MSEK och kostnaderna växte i betydligt långsammare takt. Övriga rörelseintäkter ökade också till 2,6 MSEK (0,9).

Kvartalet visar att den större affärsvolymen kan hanteras utan en motsvarande utbyggnad av organisationen. Genomförda effektiviseringar och arbetet med kundhanteringen stärker förutsättningarna för att behålla denna dynamik. Framåt bedömer vi därför att ett växande bruttoresultat blir den viktigaste drivkraften för högre EBITA.

EBITA, kvartal



Starkare kassagenerering och finansiell ställning

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital ökade till 21,8 MSEK (11,6). Efter rörelsekapitalförändringar uppgick kassaflödet till 21,9 MSEK (16,0). Ökade kundfordringar och andra kortfristiga fordringar band kapital, men motverkades av högre leverantörsskulder och andra kortfristiga skulder. Rörelsekapitalets nettobidrag var därmed marginellt, jämfört med ett positivt bidrag om 4,4 MSEK föregående år. Förbättringen speglade främst den stärkta intjäningen.

Justerat fritt kassaflöde uppgick till 21,9 MSEK (16,0), motsvarande 98,6 % (134,2) av rapporterad EBITA. Måttet avser kassaflödet från den löpande verksamheten efter rörelsekapitalförändringar, minus investeringar men exklusive förvärvsrelaterade betalningar. Den högre intjäningen stärkte kassaflödet, men kassakonverteringen minskade eftersom jämförelseperioden gynnades av frigjort rörelsekapital. Betalningsflödena mellan annonsörer och partners kan ge kvartalsvariationer, varför kassakonverteringen bör bedömas över längre perioder.

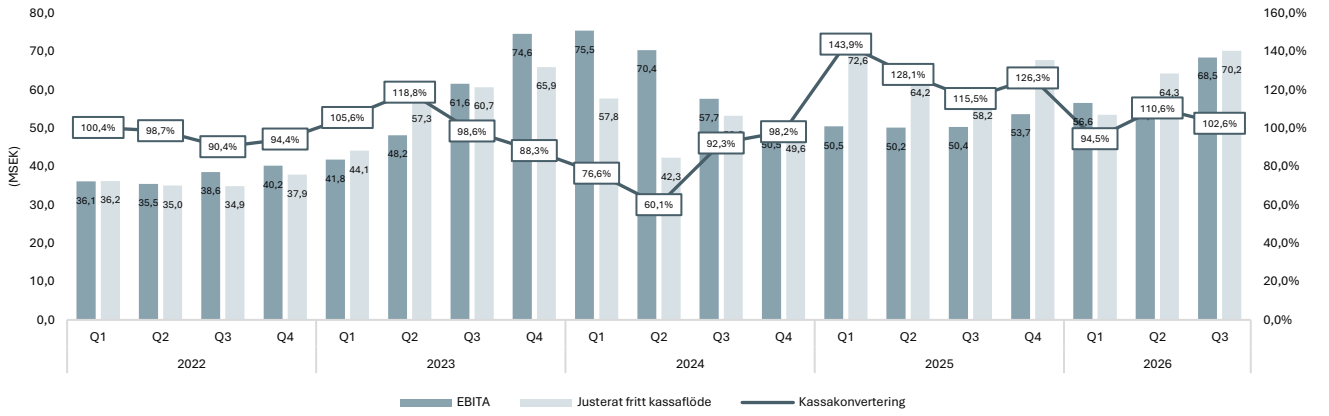
Kassan och nettokassan ökade till 135,1 MSEK från 112,4 MSEK vid utgången av Q2. Bolaget saknade räntebärande skulder. Den 30 oktober betalades årets andra utdelning om 1,10 SEK per aktie, motsvarande cirka 18,3 MSEK. Årets sammanlagda utdelning uppgår därmed till 2,20 SEK per aktie. Justerat enbart för oktoberutdelningen uppgick kassan till cirka 116,9 MSEK, före övriga kassaflöden under Q4.

Fortsatta förvärvsdialoger med fokus på rätt pris

Ledningen beskriver förvärvsläget som i stort sett oförändrat sedan Q2, då bolaget uppgav att dialoger fördes med två till tre nätverk i Europa. Diskussionerna fortsätter, men flera av kontakterna har pågått i flera år. Skillnader i prisförväntningar och säljarnas vilja att invänta bättre utveckling i den egna verksamheten kan förlänga processerna. Adtraction betonar prisdisciplin och prioriterar rätt transaktion framför ett snabbt genomförande.

Erfarenheterna från Affiliate Future är positiva. Enligt vd har verksamheten varit lönsam från start och utvecklats bättre än initialt väntat genom bibehållna kundvolymer och lägre kostnader efter omstruktureringen. Något separat aktuellt resultat redovisas dock inte. Den genomförda integrationen och förbättrade kassagenereringen ger ett bättre utgångsläge för nya förvärv. Tidpunkten för nya förvärv är fortsatt osäker. Våra prognoser inkluderar därför inga framtida förvärv.

Kassakonvertering EBITA, R12



Estimatförändringar

Estimatförändringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
(MSEK)	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	**1 386,6**	**1 498,0**	**1 335,5**	**-**	**3,8%**	**n/a**
Tillväxt y-o-y	*16,8%*	*8,0%*	*12,5%*	-	*4,3pp*	*n/a*
Övriga rörelseintäkter	9,1	6,0	7,5	**-**	20,9%	n/a
Summa intäkter	**1 395,6**	**1 504,0**	**1 343,0**	**-**	**3,9%**	**n/a**
Bruttoresultat	**266,7**	**289,6**	**257,0**	**-**	**3,8%**	**n/a**
Bruttomarginal	*19,2%*	*19,3%*	*19,2%*	-	*0,0pp*	*n/a*
Tillväxt y-o-y	*16,9%*	*8,6%*	*12,6%*	-	*4,3pp*	*n/a*
Rörelsekostnader	**-201,0**	**-206,7**	**-199,0**	**-**	**1,0%**	**n/a**
Tillväxt y-o-y	*9,7%*	*2,8%*	*8,6%*	-	*1,1pp*	*n/a*
Materiella av- och nedskrivningar	-0,8	-0,8	-0,7	-	8,4%	n/a
EBITA	**77,1**	**91,5**	**68,4**	**-**	**12,7%**	**n/a**
EBITA-marginal	*5,6%*	*6,1%*	*5,1%*	-	*0,5pp*	*n/a*
Tillväxt y-o-y	*43,7%*	*18,7%*	*27,5%*	-	*16,2pp*	*n/a*
Bruttoresultat, e-handel	**164,5**	**177,4**	**156,5**	**-**	**5,1%**	**n/a**
Tillväxt y-o-y	*16,1%*	*7,8%*	*10,4%*	-	*5,7pp*	*n/a*
Bruttoresultat, finans	**93,8**	**97,8**	**92,3**	**-**	**1,6%**	**n/a**
Tillväxt y-o-y	*12,9%*	*4,3%*	*11,1%*	-	*1,8pp*	*n/a*
Bruttoresultat, övrigt	**8,3**	**14,4**	**8,2**	**-**	**1,2%**	**n/a**
Tillväxt y-o-y	*137,1%*	*73,5%*	*134,3%*	-	*2,8pp*	*n/a*

Estimat

(MSEK)	2023	2024	2025	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26E	2026E	2027E
Nettoomsättning	**1 344,3**	**1 202,5**	**1 187,1**	**314,7**	**315,1**	**355,0**	**401,8**	**1 386,6**	**1 498,0**
Tillväxt y-o-y	*45,2%*	*-10,5%*	*-1,3%*	*11,5%*	*19,5%*	*24,2%*	*13,1%*	*16,8%*	*8,0%*
Övriga rörelseintäkter	5,7	4,3	6,0	3,7	1,9	2,6	0,9	9,1	6,0
Summa intäkter	**1 350,1**	**1 206,8**	**1 193,1**	**318,4**	**316,9**	**357,6**	**402,7**	**1 395,6**	**1 504,0**
EV/S	*0,4*	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*0,4*
Bruttoresultat	**249,2**	**230,8**	**228,2**	**60,2**	**60,6**	**67,7**	**78,2**	**266,7**	**289,6**
Bruttomarginal	*18,5%*	*19,2%*	*19,2%*	*19,1%*	*19,2%*	*19,1%*	*19,5%*	*19,2%*	*19,3%*
Tillväxt y-o-y	*50,4%*	*-7,4%*	*-1,1%*	*11,9%*	*17,7%*	*25,3%*	*13,5%*	*16,9%*	*8,6%*
EV/GP	*2,3*	*2,5*	*2,5*	*2,4*	*2,4*	*2,2*	*2,2*	*2,2*	*2,0*
Rörelsekostnader	**-185,5**	**-187,2**	**-183,3**	**-51,0**	**-52,1**	**-48,4**	**-49,5**	**-201,0**	**-206,7**
Tillväxt y-o-y	*38,2%*	*0,9%*	*-2,1%*	*9,7%*	*18,4%*	*10,6%*	*1,1%*	*9,7%*	*2,8%*
Materiella av- och nedskrivningar	-0,2	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8
EBITA	**74,6**	**50,5**	**53,7**	**13,5**	**11,0**	**22,2**	**30,3**	**77,1**	**91,5**
EBITA-marginal	*5,5%*	*4,2%*	*4,5%*	*4,3%*	*3,5%*	*6,3%*	*7,6%*	*5,6%*	*6,1%*
Tillväxt y-o-y	*85,6%*	*-32,3%*	*6,3%*	*27,8%*	*16,1%*	*86,8%*	*39,8%*	*43,7%*	*18,7%*
EV/EBITA	*7,7*	*11,4*	*10,7*	*10,1*	*9,9*	*8,4*	*7,4*	*7,4*	*6,3*
Justerat fritt kassaflöde	**65,9**	**49,6**	**67,8**	**11,5**	**-3,2**	**21,9**	**46,6**	**76,8**	**90,7**
Kassakonvertering EBITA	*88,3%*	*98,2%*	*126,3%*	*84,9%*	*neg.*	*98,6%*	*153,6%*	*99,6%*	*99,1%*
Estimerad nettoskuld**	-	-	-	-	-	-135,1	-163,4	-163,4	-254,1
Enterprise Value	-	-	-	-	-	574,0	545,7	545,7	455,1
EV/justerad EBITA inkl. kassauppbyggnad	-	-	-	-	-	*8,4*	*7,1*	*7,1*	*5,0*

Bruttoresultat, e-handel	**136,8**	**130,9**	**141,6**	**36,6**	**35,5**	**39,9**	**52,5**	**164,5**	**177,4**
Tillväxt y-o-y	*36,9%*	*-4,3%*	*8,2%*	*12,2%*	*13,3%*	*27,6%*	*13,1%*	*16,1%*	*7,8%*
Bruttoresultat, finans	**98,1**	**95,8**	**83,1**	**22,1**	**23,2**	**25,5**	**23,0**	**93,8**	**97,8**
Tillväxt y-o-y	*78,0%*	*-2,3%*	*-13,2%*	*6,2%*	*19,3%*	*17,3%*	*9,0%*	*12,9%*	*4,3%*
Bruttoresultat, övrigt	**14,2**	**4,1**	**3,4**	**1,5**	**1,9**	**2,2**	**2,7**	**8,3**	**14,4**
Tillväxt y-o-y	*31,5%*	*-71,1%*	*-16,9%*	*275,0%*	*171,4%*	*127,8%*	*92,9%*	*137,1%*	*73,5%*

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar Adtraction till 10x EV/EBITA (12x). Det starka kvartalet och de förbättrade framtidsutsikterna motiverar en höjning av estimaten. Vi gör dock en försiktigare bedömning av vilken multipel marknaden kan väntas värdera intjäningen till. Förändringen speglar en mer återhållsam syn på värderingspotentialen, utan att vår bedömning av bolagets operativa utveckling har försämrats.

Våra estimat inkluderar inga framtida förvärv. Värderingen tar nu även hänsyn till den förväntade kassauppbyggnaden under prognosperioden. Den estimerade nettokassan beräknas efter oktoberutdelningen men före framtida utdelningar, förvärv och eventuella aktieåterköp. Det motiverade värdet inkluderar därmed värdet som kan tillfalla aktieägarna under prognosperioden.

(MSEK)	**2026E**	**2027E**
Multipel (EV/EBITA)	10,0	10,0
EBITA	77,1	91,5
Enterprise Value	771,0	915,2
Nettoskuld	-163,4	-254,1
Börsvärde	934,4	1 169,3
Motiverat värde per aktie	**56,3**	**70,4**
Potentiell avkastning	31,8%	64,9%

Känslighetsanalys

Tabellen nedan visar hur det motiverade värdet per aktie och den potentiella avkastningen påverkas av olika multiplar.

	Huvudscenario 2026E			**Huvudscenario 2027E**		
EV/EBITAx	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
5	548,9	33,1	-22,6%	711,7	42,9	0,4%
6	626,0	37,7	-11,7%	803,2	48,4	13,3%
7	703,1	42,3	-0,9%	894,7	53,9	26,2%
8	780,2	47,0	10,0%	986,2	59,4	39,1%
9	857,3	51,6	20,9%	1 077,7	64,9	52,0%
10	**934,4**	**56,3**	**31,8%**	**1 169,3**	**70,4**	**64,9%**
11	1 011,5	60,9	42,6%	1 260,8	75,9	77,8%
12	1 088,6	65,5	53,5%	1 352,3	81,4	90,7%
13	1 165,7	70,2	64,4%	1 443,8	86,9	103,6%
14	1 242,8	74,8	75,3%	1 535,3	92,5	116,5%
15	1 319,9	79,5	86,1%	1 626,9	98,0	129,4%

Källor

1. https://storage.mfn.se/5ddcce82-7c83-4cbc-8d67-42e3e0effd12/delarsrapport-q3-26-uppdaterad.pdf
2. https://www.youtube.com/watch?v=5bqCiTTXFxk

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 aktieägande 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

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