Adverty

Rapportkommentar Q3’26

2026-11-13

Adverty redovisade ett starkt tredje kvartal där nettoomsättningen ökade med 86,1 % till 13,8 MSEK (7,4), 10,1 % över vårt estimat. Bruttomarginalen fortsatte att stärkas till rekordhöga 53,2 % (29,3 %), främst till följd av lägre serverkostnader. Rörelsekostnaderna var oförändrade på 3,3 MSEK (3,3), vilket gav en EBITDA om 4,0 MSEK (−1,1) och ett positivt resultat före skatt om 1,0 MSEK (−4,0). Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 3,4 MSEK (−8,9), och låneskulden minskade till 16,4 MSEK (22,1) efter en kvittningsemission och amorteringar.

Fyllnadsgrad och yieldoptimering driver tillväxten

Advertys tillväxt drivs främst av bolagets arbete med yieldoptimering och en ökad efterfrågan på in-play-annonsering. Yieldoptimeringen gör att en allt större del av annonslagret säljs, genom att varje visning styrs dit den är mest värd. Från en tidigare grov styrning per region använder bolaget i dag en AI-agent som i realtid väger region, spel, pris, tillgång och efterfrågan. Fyllnadsgraden har därmed ökat från cirka 8,0 % 2023 till omkring 30,0 % i dag. Parallellt ser Adverty ett växande intresse för in-play-annonsering. Enligt bolaget har formatet gått från att främst användas i testkampanjer till att bli en mer etablerad del av annonsörernas ordinarie medieköp. Även marknadsutsikterna är positiva, där prognoser pekar mot en årlig tillväxt på cirka 8–14 % för annonsering i spel under de kommande åren.

Den skalbara affärsmodellen ger tydligt resultatgenomslag

Advertys skalbara affärsmodell blir allt tydligare i takt med att omsättningen ökar. Bruttoresultatet steg med 238,6 % till 7,3 MSEK (2,2), medan rörelsekostnaderna var i stort sett oförändrade. Vid kvartalets utgång bestod organisationen av 13 personer, varav fem anställda och åtta heltidskonsulter, oförändrat från Q2. Att bolaget kan hantera en nästan fördubblad omsättning utan att utöka organisationen visar på den operativa hävstången i affärsmodellen. EBITDA förbättrades med 5,1 MSEK till 4,0 MSEK (−1,1), motsvarande en marginal om 29,2 %. Bolaget redovisade därmed sitt andra raka kvartal med positivt rörelseresultat. Den förbättrade lönsamheten har även fått genomslag på kassaflödet, som historiskt varit ansträngt och medfört återkommande kapitalanskaffningar. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 3,4 MSEK (−8,9). Med ett positivt kassaflöde och en minskad låneskuld bedömer vi att Adverty har goda förutsättningar att hantera låneförfallen under 2027 utan att behöva ta in nytt kapital.

Outlook

Q3’26 var bättre än våra förväntningar, och den högre omsättningen gav en EBITDA som översteg vårt estimat med 20,1 %. Kvartalet bekräftar den operativa hävstången i affärsmodellen och visar för första gången att resultatet omsätts i ett positivt kassaflöde. Bolagets uppdatering inför Q4 pekar dock mot en lägre tillväxttakt, vilket delvis förklaras av ett starkt jämförelsekvartal. Vi sänker vårt estimat för nettoomsättningen i Q4’26E till 15,5 MSEK (17,8) och för 2027E till 65,0 MSEK (74,0), motsvarande en tillväxt om 30,0 %. Lägre serverkostnader motiverar en högre bruttomarginal om 51,6 % (48,3) för 2027E, men EBITDA sänks till 18,2 MSEK (20,6). Vi behåller multipeln 10x EV/EBITDA, som motiveras av den skalbara affärsmodellen men hålls tillbaka av den korta lönsamhetshistoriken. Vårt motiverade värde för 2027E sänks till 0,32 SEK per aktie (0,38), en uppsida om 115,9 %.

(MSEK)	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
Summa intäkter	**33,7**	**34,5**	**51,6**	**66,6**
Tillväxt y-o-y	*4,8%*	*2,2%*	*49,6%*	*29,1%*
EV/S	*2,7*	*2,6*	*1,8*	*1,4*
Bruttoresultat	**10,0**	**11,5**	**26,1**	**33,6**
Bruttomarginal	*31,5%*	*34,3%*	*52,3%*	*51,6%*
Tillväxt y-o-y	*-12,1%*	*15,2%*	*126,2%*	*28,4%*
Rörelsekostnader	-18,9	-16,2	-13,6	-15,4
Tillväxt y-o-y	*-5,7%*	*-14,0%*	*-16,4%*	*13,6%*
EBITDA	**-8,8**	**-4,7**	**12,6**	**18,2**
EBITDA-marginal	*-27,7%*	*-13,9%*	*25,1%*	*27,9%*
EBITDA tillväxt	*e.m.*	*e.m.*	*e.m.*	*44,6%*
EV/EBITDA	*na*	*na*	*7,3*	*5,0*

Fakta

VD	Jonas Söderqvist
Lista	Nordic SME
Ticker	ADVT
Aktiekurs (SEK)	0,15
Antal aktier (miljoner)	591,4
Börsvärde (MSEK)	88,7
Nettoskuld (MSEK)	2,5
EV (MSEK)	91,2
Insiderägande	4,4 %
Nästa rapport	2027-02-10

Kvartalsutveckling

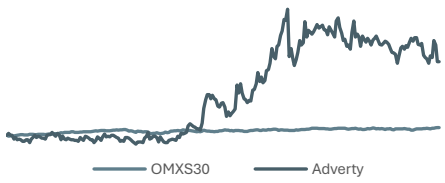


Analytiker

Gustav Gabinus

gustav@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	**1 m**	**3 m**	**12m**
Adverty	-13,5 %	6,4 %	308,3 %

Investeringscase

Skalbar affärsmodell med hög andel fasta kostnader
Advertys plattform gör det möjligt att hantera ökade annonsvolymer utan att kostnaderna ökar i samma takt. Stigande intäkter kan därmed få ett tydligt genomslag på resultatet.

Exponering mot en stor och underpenetrerad marknad
Gaming är en av världens största underhållningsformer, men står fortfarande för en begränsad andel av de globala annonsinvesteringarna. En fortsatt förskjutning av annonsbudgetar mot spel bör gynna Adverty över tid.

Ökat annonslager och betydande potential i befintliga spel
Advertys teknik finns integrerad i omkring 600 spel och fyllnadsgraden uppgår enligt bolaget till omkring 30,0 %. Tillväxten kan drivas av både fler anslutna spel och en högre fyllnadsgrad i det befintliga annonslagret, som i dag endast är delvis utnyttjat.

Programmatisk försäljning möjliggör snabbare tillväxt
Omställningen från direktförsäljning till programmatisk annonsförmedling har minskat behovet av manuella försäljningsinsatser. AI-baserad yieldoptimering skapar förutsättningar för att hantera större annonsvolymer utan en motsvarande ökning av kostnaderna.

SDK 5 breddar den adresserbara marknaden
Den uppdaterade SDK:n stödjer fler spelmotorer och förbättrar hanteringen av bland annat videoannonser och klickbara format. Det gör Adverty mindre beroende av Unity och breddar antalet spel som kan anslutas till plattformen.

Stärkt lönsamhet och minskat finansieringsbehov
Adverty har redovisat positiv EBITDA fyra kvartal i rad och ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten i Q3'26. Lägre skuldsättning och förbättrat kassaflöde minskar bolagets historiska beroende av externt kapital och därmed den finansiella risken.

Motargument

Begränsad finansiell historik med lönsamhet
Adverty har redovisat positiv EBITDA i fyra kvartal, men det återstår att visa att resultatutvecklingen är uthållig i en svagare annonsmarknad. Prognoserna är därför förknippade med osäkerhet.

Beroende av efterfrågan från annonsörer och DSP:er
Tillväxten förutsätter att annonsörer fortsätter att flytta budgetar till annonsering i spel. Den svaga inledningen av Q4'26 visar att tillväxten är känslig för förändringar i annonsmarknaden, vilket kan påverka både fyllnadsgrad och prisnivåer.

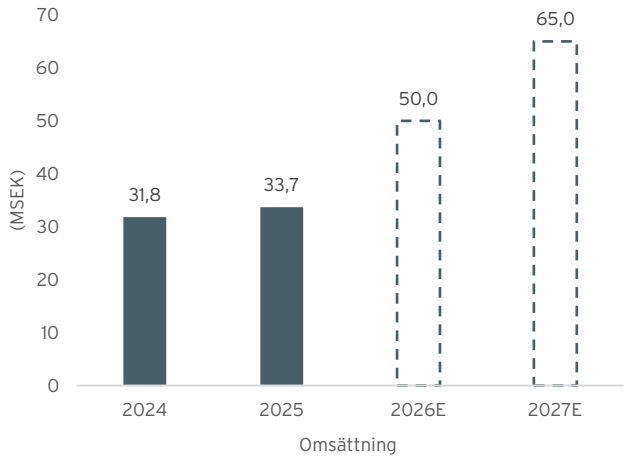
Osäker utveckling av bruttomarginalen
Bruttomarginalen påverkas av serverkostnader och hur intäkterna fördelas mellan Adverty och spelutvecklarna. Förändrade avtalsvillkor eller en svagare intäktsmix kan begränsa marginalutvecklingen.

Beroende av spelutvecklare och framgångsrika spel
Adverty är beroende av att spelutvecklare integrerar och behåller bolagets SDK. Om större spel tas bort från plattformen eller får färre användare kan annonslagret och intäkterna påverkas negativt.

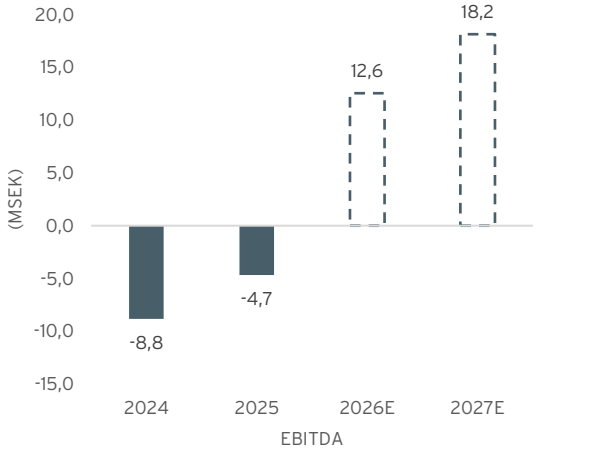
Konkurrens från större teknikplattformar
Adverty konkurrerar med specialiserade aktörer som Anzu och Gadsme, men även med betydligt större bolag som Google. Konkurrenter med större finansiella och tekniska resurser kan utveckla sina erbjudanden snabbare och försvåra Advertys möjligheter att ta marknadsandelar.

Begränsad likviditetsmarginal
Likviditeten har förbättrats och låneskulden har minskat till cirka 16,4 MSEK, men lån förfaller under 2027. En svagare utveckling än väntat kan medföra behov av extern finansiering, och konvertering av lån kan ge ytterligare utspädning.

Omsättning 2024–2027E



EBITDA 2024–2027E



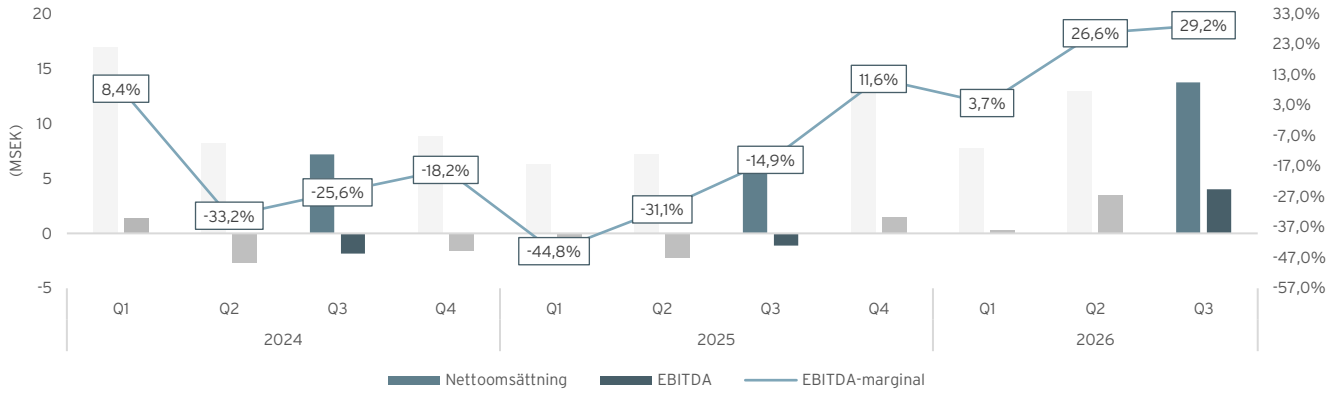
Högre omsättning och rekordhög bruttomarginal

Nettoomsättningen ökade med 86,1 % till 13,8 MSEK (7,4). Tillväxten accelererade därmed från 24,5 % i Q1 och 78,9 % i Q2. Mätt i USD var tillväxten 83,0 %, och valutan bidrog med omkring 3,0 % efter att ha dämpat tillväxten under årets två första kvartal. Sekventiellt ökade omsättningen med 6,4 %, trots att Q3 är säsongsmässigt svagare.

Bruttoresultatet ökade till 7,3 MSEK (2,2), och bruttomarginalen steg till rekordhöga 53,2 % (29,3 %). Förbättringen drevs främst av lägre serverkostnader efter migreringen av molninfrastrukturen, yieldoptimering och en gynnsammare intäktsmix. Rörelsekostnaderna låg kvar på 3,3 MSEK (3,3), trots den kraftiga tillväxten. EBITDA uppgick till 4,0 MSEK (−1,1), motsvarande en marginal om 29,2 % (−14,9). Efter avskrivningar om 2,4 MSEK och ett finansnetto om −0,6 MSEK uppgick resultatet före skatt till 1,0 MSEK (−4,0), det andra positiva kvartalet i rad.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 3,4 MSEK (−8,9), en tydlig förbättring jämfört med −0,5 MSEK under första halvåret. Förbättringen drevs av det högre resultatet och omförhandlade betalningsvillkor. Den genomsnittliga kredittiden uppgår i dag till omkring 60 dagar, jämfört med 120–180 dagar tidigare. Därtill minskade låneskulden genom en kvittningsemission om 3,1 MSEK till långivare, motsvarande en ökning med 7,5 % och en utspädning om cirka 7,0 %.

Nettoomsättning och EBITDA



Utfall vs estimat

Nettoomsättningen översteg vårt estimat med 10,1 %, och EBITDA blev 4,0 MSEK, jämfört med vårt estimat om 3,4 MSEK. Bruttomarginalen och rörelsekostnaderna var i linje med våra antaganden. Avvikelsen förklaras av högre intäkter, som med en i huvudsak fast kostnadsbas fick tydligt genomslag på bruttoresultatet. Utfallet blev bättre än vad bolagets uppgifter om inledningen av kvartalet antydde, för andra kvartalet i rad.

Utfall Q3'26 i relation till våra estimat

(MSEK)	Q3'25	Q2'26	Q3'26E	Q3'26A	Diff vs est.	Diff vs est. (%)	Diff y-o-y
Nettoomsättning	7,4	12,9	12,5	13,8	+1,3	10,1%	86,1%
Tillväxt y-o-y	2,6%	78,9%	69,1%	86,1%	17,0pp		83,5pp
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,4	0,4	0,4	+0,1	15,4%	+0,3
Summa intäkter	7,5	13,3	12,9	14,2	+1,3	10,2%	89,7%
Bruttoresultat	2,2	6,7	6,7	7,3	+0,7	9,8%	238,6%
Bruttomarginal	29,3%	51,8%	53,4%	53,2%	-0,2pp		23,9pp
Tillväxt y-o-y	3,8%	207,3%	208,2%	238,6%	30,4pp		234,8pp
Rörelsekostnader	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	0,0	-0,7%	1,0%
Tillväxt y-o-y	-16,8%	-26,6%	1,7%	1,0%	-0,7pp		17,8pp
EBITDA	-1,1	3,4	3,4	4,0	+0,7	20,1%	+5,1
EBITDA-marginal	-14,9%	26,6%	26,8%	29,2%	2,4pp		44,1pp
EBIT	-3,3	1,1	e.m.	1,7	e.m.		+4,9
EBIT-marginal	-44,4%	8,6%	e.m.	12,0%	e.m.		56,4pp

Estimat enligt initieringsanalysen 2026-09-04. Differenser y-o-y för EBITDA och EBIT anges i MSEK eftersom jämförelsetalen är negativa. Bruttomarginalen beräknas på nettoomsättningen.

Högre fyllnadsgrad i befintligt annonslager driver tillväxten

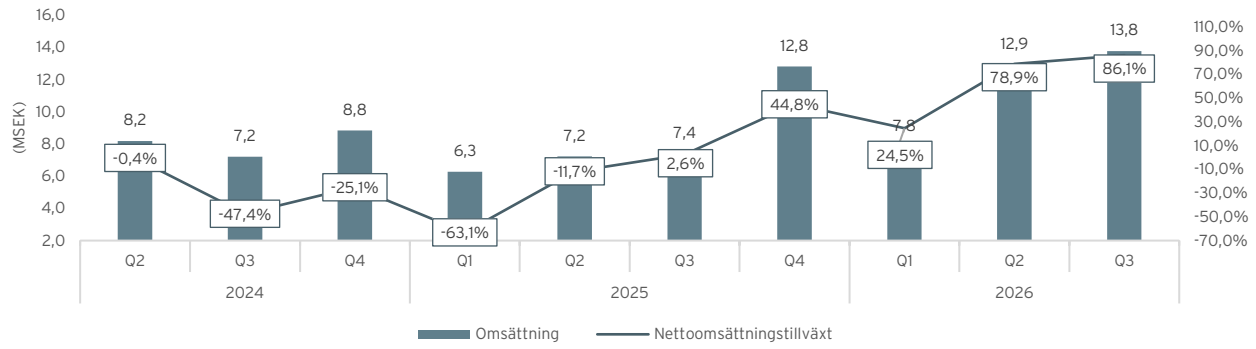
Enligt bolaget drevs tillväxten i huvudsak av yieldoptimering och ökad efterfrågan på in-play-annonsering. I vår intervju beskrev ledningen hur yieldoptimeringen har utvecklats från en grov styrning per region till en AI-agent som i realtid väger region, spel, pris, tillgång och efterfrågan för att avgöra var varje visning är mest värd. Bolaget har även blivit bättre på att komplettera sina annonsförfrågningar med mer data om det som köparna efterfrågar, exempelvis målgrupp, synlighet och visningsgrad för video.

Yieldoptimeringen syftar ytterst till att sälja en så stor del som möjligt av det annonsutrymme som bolaget redan har tillgång till. Måttet på det är fyllnadsgraden, det vill säga andelen av de tillgängliga visningarna som faktiskt säljs. Enligt ledningen har fyllnadsgraden ökat från cirka 8 % 2023 till omkring 30,0 % i dag. Nivån varierar dock kraftigt mellan marknader, och i USA är fyllnadsgraden betydligt högre än i många andra länder. Den praktiska övre gränsen ligger på omkring 80,0 %, eftersom tekniska begränsningar gör att de aldrig kan sälja alla visningar.

Den andra faktorn är lagrets storlek, eftersom fler spel och spelare ger fler visningar att sälja. Enligt vd har lagret vuxit, men i lägre takt än fyllnadsgraden. Nya spel ersätter till stor del spel som tappar användare, vilket förnyar lagret snarare än utökar det. Bolaget arbetar dock aktivt med att ansluta nya spel och har fått in 16–17 nya spel under de senaste 30 dagarna. Bolaget redovisar inte hur tillväxten fördelas mellan volym och pris, men vi bedömer att omsättningsökningen främst har drivits av en ökad efterfrågan och en högre försäljningsgrad i det befintliga lagret.

En möjlig framtida tillväxtdrivare är bolagets marknadsplats, som nu är i drift. Intäkterna är dock fortsatt låga, och ledningen räknar med att det tar större delen av nästa år innan verksamheten är stor nog att redovisas separat. På längre sikt bedömer vi dock att potentialen är betydande, eftersom bolaget kan ta en större del av värdekedjan.

Nettoomsättning och tillväxt, Q2’24–Q3’26

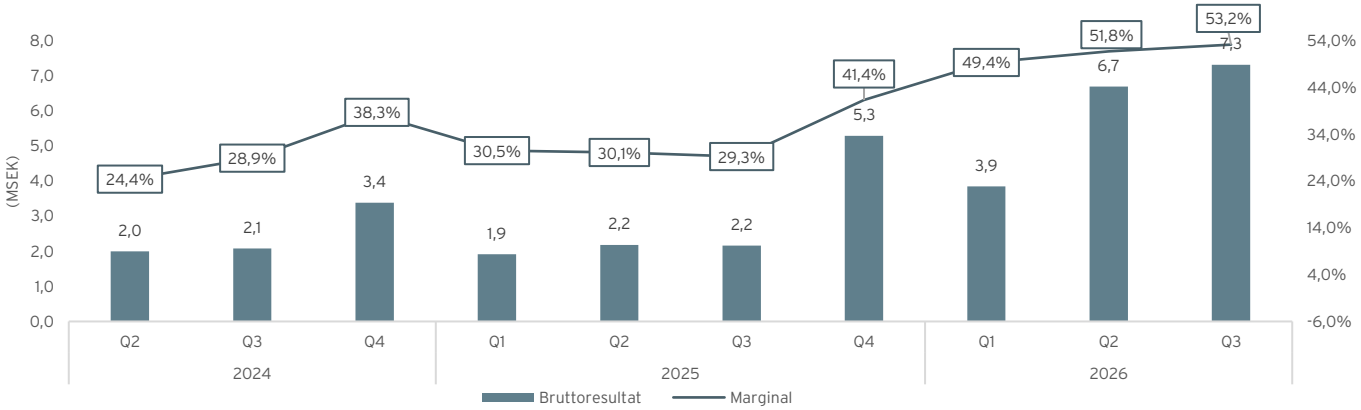


Serverkostnaderna har nått en låg nivå och bruttomarginalen planar ut

Bruttomarginalen steg till 53,2 % (29,3 %), den högsta nivån i bolagets historia. Bruttoresultatet belastas främst av intäktsdelningen med spelutvecklarna och serverkostnaderna. Uppgången jämfört med föregående år drevs till största del av lägre serverkostnader, sedan migreringen till molnet av lagring och statistikbearbetning slutfördes under Q2’26. Serverkostnaderna motsvarade cirka 3,0 % av intäkterna mätt i USD.

När serverbesparingen är tagen blir intäktsdelningen med spelutvecklarna den viktigaste faktorn för bruttomarginalen framåt. Intäkterna delas i genomsnitt ungefär lika, men villkoren förhandlas individuellt. I vår intervju bedömde VD att nuvarande marginalnivå är hållbar, men att den blir svår att höja ytterligare. Vi delar bedömningen och ser dagens nivå som ett tak snarare än en ny utgångspunkt. Vi räknar med en bruttomarginal om 53,2 % i Q4’26E och 51,6 % för 2027E (48,3 %), vilket ger utrymme för något sämre villkor mot spelutvecklarna.

Bruttoresultat och bruttomarginal, Q2’24–Q3’26

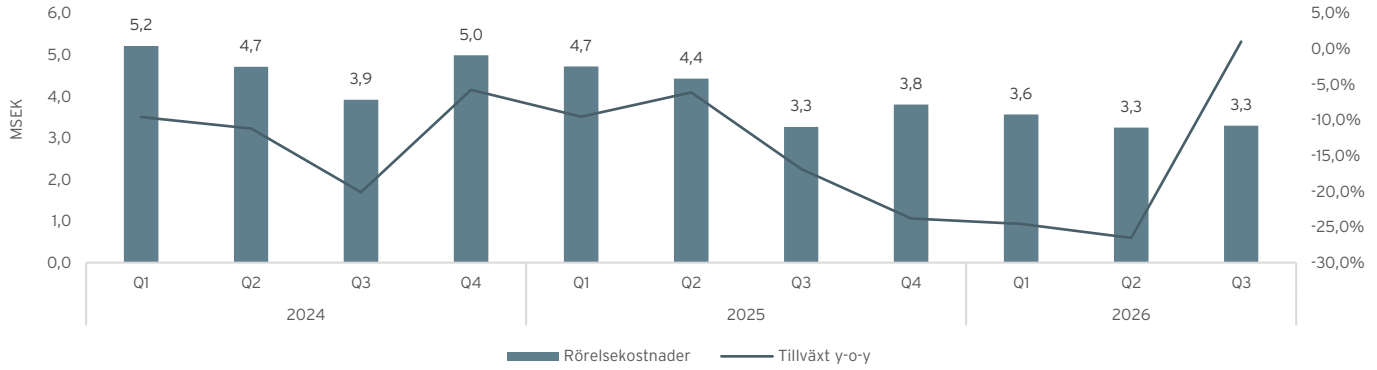


En liten organisation bär en växande affär

Trots att nettoomsättningen ökade med 86,1 % var rörelsekostnaderna i princip oförändrade på 3,3 MSEK (3,3), en ökning med 1,0 %. Organisationen bestod vid kvartalets utgång av 13 personer, varav fem anställda och åtta heltidskonsulter, samma antal som i Q2. Att en nästan fördubblad omsättning har hanterats utan att organisationen byggts ut visar på den operativa hävstång som bär caset. Plattformen klarar enligt vd betydligt större volymer, men under nästa år kan det behövas en rekrytering vardera på efterfråge- och utbudssidan.

Den låga kostnadsnivån är resultatet av flera förändringar. I slutet av 2024 avvecklade bolaget sin säljkår för att i stället satsa på programmatisk försäljning, där annonsutrymmet säljs automatiserat via annonsörernas köpplattformar. Beslutet minskade behovet av manuella försäljningsinsatser och har hittills fallit väl ut. Därtill har organisationen effektiviserats genom ökad användning av AI och andra digitala verktyg. Under 2025 genomfördes även ett besparingsprogram där bolaget sade upp licenser och omförhandlade avtal. Rörelsekostnaderna minskade från 18,9 MSEK 2024 till 16,2 MSEK 2025 och motsvarade 24,0 % av nettoomsättningen i kvartalet, jämfört med 44,1 % ett år tidigare.

Rörelsekostnader exklusive avskrivningar, Q1'24–Q3'26



Hög operativ hävstång och lägre avskrivningar från 2027

EBITDA förbättrades med 5,1 MSEK jämfört med föregående år, och hela ökningen förklaras av ett högre bruttoresultat. Av ökningen i bruttoresultatet kom 1,9 MSEK från högre omsättning och 3,3 MSEK från högre marginal. Rörelsekostnaderna var i stort sett oförändrade.

Avskrivningarna uppgick till 2,4 MSEK (2,2) och avser främst tidigare aktiverade utvecklingsutgifter. Enligt bolaget är 2026 det sista året med denna avskrivningsnivå, och från 2027 väntas avskrivningarna minska betydligt. Aktiverade utvecklingsutgifter uppgick till 0,8 MSEK (1,1) och ligger klart under avskrivningarna. Investeringarna tar alltså mindre kassa i anspråk än vad avskrivningarna belastar resultatet med. Finansnettot uppgick till −0,6 MSEK (−0,8). Skattekostnaden var noll. Bolaget anger inte storleken på sina underskottsavdrag, men de bör vara betydande.

Från EBITDA till resultat före skatt

(MSEK)	**Q3'25**	**Q2'26**	**Q3'26**	**9M'26**
EBITDA	**-1,1**	**3,4**	**4,0**	**7,8**
EBITDA-marginal	*-14,9%*	*26,6%*	*29,2%*	*22,5%*
Avskrivningar	-2,2	-2,3	-2,4	-7,0
EBIT	**-3,3**	**1,1**	**1,7**	**0,8**
EBIT-marginal	*-44,4%*	*8,6%*	*12,0%*	*2,2%*
Finansnetto	-0,8	-0,7	-0,6	-2,0
Resultat före skatt	**-4,0**	**0,4**	**1,0**	**-1,2**
Aktiveringar	-1,1	-0,9	-0,8	-2,6
EBITDAC*	**-2,2**	**2,6**	**3,2**	**5,1**
EBITDAC-marginal	*-30,1%*	*20,0%*	*23,3%*	*14,9%*

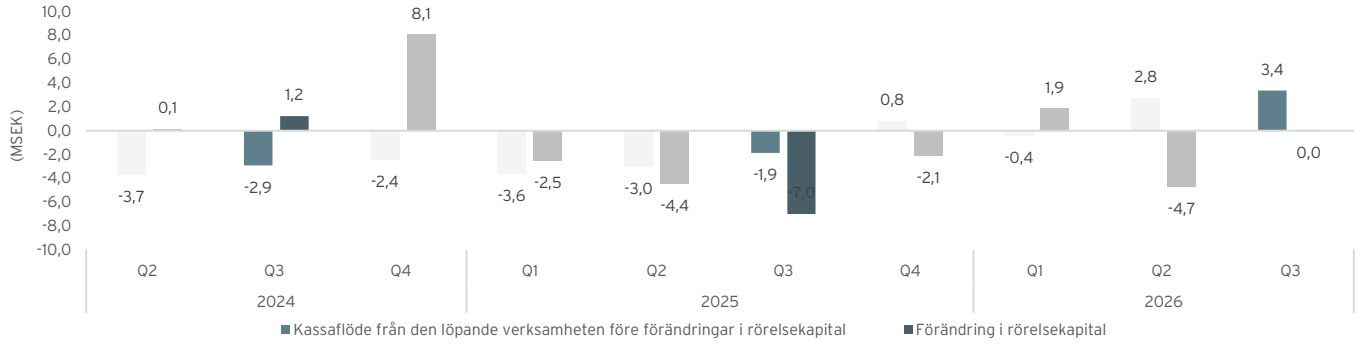
**EBITDAC = EBITDA minus aktiveringar (förvärv av immateriella anläggningstillgångar enligt kassaflödesanalysen), Kalqyls beräkning.*

Positivt kassaflöde och lägre skuldsättning

Kassaflödet från den löpande verksamheten förbättrades kraftigt till 3,4 MSEK (−8,9), främst till följd av bättre betalningsvillkor. Den genomsnittliga kredittiden har kortats till cirka 60 dagar, från tidigare 120–180 dagar. Rörelsekapitalet påverkade därmed kassaflödet med endast −0,02 MSEK (−7,0), trots att kundfordringarna ökade med 0,7 MSEK.

Historiskt har Adverty haft ett ansträngt kassaflöde, där långa betalningstider och en växande omsättning har bundit kapital i kundfordringar. I kombination med tidigare förluster har det skapat ett återkommande finansieringsbehov, vilket har lett till flera nyemissioner. Förbättrad lönsamhet och kortare betalningstider har dock förändrat förutsättningarna, och vid nuvarande resultatnivå bedömer vi att bolaget inte behöver ny finansiering. Eftersom avskrivningarna är betydligt högre än investeringarna blir kassagenereringen dessutom starkare än vad EBIT visar. Det fria kassaflödet uppgick enligt vår beräkning till 2,6 MSEK i kvartalet, jämfört med ett EBIT om 1,7 MSEK.

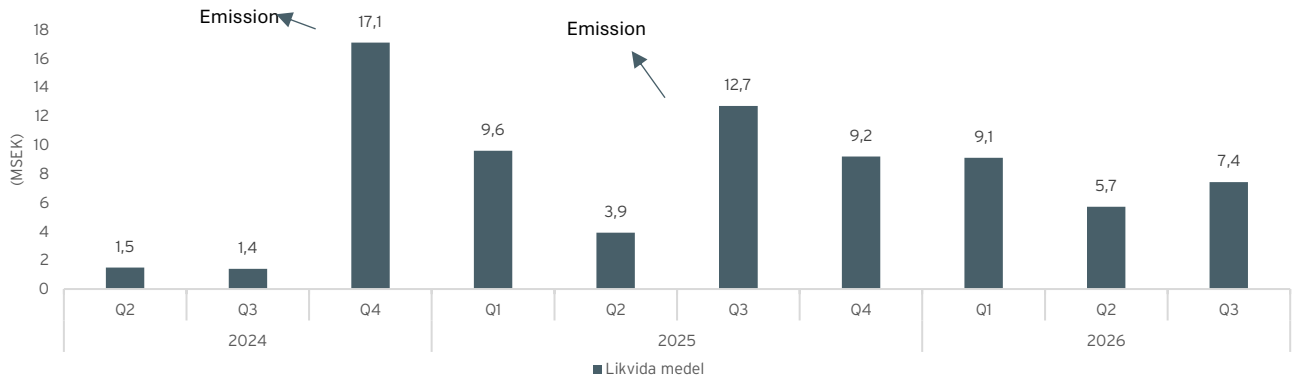
Kassaflöde före förändringar i rörelsekapital och förändring i rörelsekapital, Q2'24–Q3'26



Under kvartalet minskade låneskulden genom en riktad kvittningsemission om 3,1 MSEK till långivare. Emissionen genomfördes till 0,075 SEK per aktie, vilket motsvarar konverteringskursen för de lån som enligt memorandumet inför företrädesemissionen 2025 förlängdes till sommaren 2027. Antalet aktier ökade med 41,3 miljoner till 591,4 miljoner, motsvarande en ökning med 7,5 % och en utspädning om cirka 7,0 %. Efter kvittningsemissionen återstår cirka 3,1 MSEK i lån som kan kvittas mot aktier vid förfall i juli 2027. I vår intervju uppgav vd att bolaget helst betalar de återstående lånen kontant före förfall, men långivarna har enligt låneavtalen rätt att kvitta det kvarstående beloppet i sin helhet vid förfall den 31 juli 2027 och väntas sannolikt göra det. Kvittas resterande lån fullt ut till samma kurs tillkommer cirka 41 miljoner aktier, motsvarande cirka 7,0 %. Villkoren framgår inte av rapporten.

Likviditeten har förbättrats tydligt och bolaget genererar nu ett positivt kassaflöde. Vi bedömer att bolaget kan hantera lånen som förfaller under 2027 utan en nyemission. Tillfälliga likviditetsbehov bör enligt vår bedömning kunna hanteras med exempelvis en kreditfacilitet.

Likvida medel, Q2'24–Q3'26



Peers

Det saknas noterade bolag med samma affärsmodell som Adverty. Inom den bredare annonsteknikbranschen finns däremot flera relevanta jämförelsebolag. Vi har delat in dessa i två grupper: programmatiska plattformar på köp- och säljsidan samt bolag med exponering mot gaming och mobilannonsering. En direkt jämförelse försvåras dock av att bolagen verkar i olika delar av värdekedjan, befinner sig i olika utvecklingsfaser och är betydligt större än Adverty.

Peers, programmatiska plattformar

Bolag	Börsvärde (MSEK)	P/S R12	EV/EBIT R12	EV/EBIT 2026E	EV/EBIT 2027E
Magnite	41 781	5,5	29,7	27,9	23,7
PubMatic	8 466	2,8	288,7	neg	60,1
The Trade Desk	75 365	2,5	12,5	15,4	36,6
Verve Group	1 847	0,3	13,4	9,0	6,3
Snitt	**31 865**	**2,8**	**18,5**	**17,4**	**22,2**
Adverty	**88,7**	**1,9**	**e.m.**	**28,1**	**5,6**

De programmatiska plattformarna Magnite, PubMatic, The Trade Desk och Verve Group handlas i genomsnitt till 2,8x P/S på rullande tolv månader. Exklusive PubMatic, vars rörelseresultat är lågt eller negativt, handlas gruppen till 18,5x EV/EBIT på rullande tolv månader samt till 17,4x respektive 22,2x på konsensusestimaten för 2026E och 2027E. Adverty handlas till 1,9x P/S, något under gruppen trots en betydligt högre tillväxt. På EBIT är Advertys multipel hög för 2026E, 28,1x, eftersom avskrivningarna på tidigare aktiverade utvecklingsutgifter belastar resultatet. På våra estimat för 2027E sjunker multipeln till 5,6x, en tydlig rabatt mot gruppen.

Peers, gaming och mobil adtech

Bolag	Börsvärde (MSEK)	P/S R12	EV/EBIT R12	EV/EBIT 2026E	EV/EBIT 2027E
AppLovin	1 357 101	17,9	23,1	20,5	16,4
Digital Turbine	9 244	1,5	16,7	16,0	12,0
Mobvista	20 201	0,9	20,6	17,8	11,1
Unity Software	215 823	9,9	neg	26,3	15,2
Snitt	**400 592**	**7,6**	**20,1**	**20,2**	**13,7**
Adverty	**88,7**	**1,9**	**e.m.**	**28,1**	**5,6**

Den bredare gruppen, med AppLovin, Digital Turbine, Mobvista och Unity, handlas i genomsnitt till 7,6x P/S samt till 20,2x respektive 13,7x EV/EBIT på estimaten för 2026E och 2027E. Adverty handlas till 1,9x P/S och 28,1x EV/EBIT för 2026E, men till 5,6x för 2027E, när avskrivningarna enligt våra estimat har minskat väsentligt.

Rabatten motiveras av kort lönsamhetshistorik

De flesta jämförelsebolagen redovisar positiva resultat på rullande tolv månader och har en betydligt längre historik av lönsamhet. Adverty har ännu inte visat att lönsamheten är uthållig över tid, och likviditetsmarginalen är begränsad. Det motiverar en tydlig rabatt mot jämförelsegrupperna. Q3'26 visar samtidigt att affärsmodellens skalbarhet kan omsättas i resultat. Levererar bolaget den resultatutveckling vi prognostiserar för 2027E framstår värderingen som låg i förhållande till båda grupperna.

Estimatförändringar

Vi sänker våra omsättningsestimat efter den svagare inledningen av Q4. Bolaget anger att den genomsnittliga dagliga intjäningen i USD hittills ligger cirka 20,0 % över föregående år, och jämförelsebasen är hög efter ett starkt Q4'25. Vi räknar med en nettoomsättning om 15,5 MSEK i Q4'26E (17,8), motsvarande en tillväxt om 21,1 %. För helåret 2026E innebär det en nettoomsättning om 50,0 MSEK (51,0), en tillväxt om 48,4 %. Den högre lönsamheten i Q3 begränsar sänkningen av EBITDA, som minskar till 12,6 MSEK (13,3).

För 2027E sänker vi nettoomsättningen till 65,0 MSEK (74,0), motsvarande en tillväxt om 30,0 % (45,0 %). Sänkningen speglar att tillväxten främst drivs av att fyllnadsgraden ökar i lagret och att marknadsplatsen inte väntas bidra väsentligt under nästkommande år. Vi räknar med att bruttomarginalen ligger kvar på en nivå strax över 50,0 %, och för 2027E antar vi 51,6 % (48,3 %). Rörelsekostnaderna höjs något till 15,4 MSEK (15,2) och ger utrymme för de rekryteringar som ledningen aviserat. EBITDA sänks därmed till 18,2 MSEK (20,6).

Estimatförändringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
(MSEK)	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	**50,0**	**65,0**	**51,0**	**74,0**	**-2,0%**	**-12,2%**
Övriga rörelseintäkter	1,6	1,6	1,5	1,6	3,6%	0,0%
Summa intäkter	**51,6**	**66,6**	**52,5**	**75,5**	**-1,8%**	**-11,9%**
Bruttoresultat	**26,1**	**33,6**	**26,8**	**35,7**	**-2,5%**	**-6,0%**
Bruttomarginal	*52,3%*	*51,6%*	*52,5%*	*48,3%*	*-0,2pp*	*3,3pp*
Rörelsekostnader	**-13,6**	**-15,4**	**-13,5**	**-15,2**	**0,7%**	**1,3%**
EBITDA	**12,6**	**18,2**	**13,3**	**20,6**	**-5,6%**	**-11,9%**
EBITDA-marginal	*25,1%*	*27,9%*	*26,0%*	*27,8%*	*-0,9pp*	*0,1pp*

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar fortsatt Adverty till 10x EV/EBITDA för helåret 2027E. EBITDA bedöms vara det mest rättvisande resultatmåttet, eftersom avskrivningarna på tidigare aktiverade utvecklingsutgifter är stora under 2026 men minskar väsentligt från 2027. Multipeln innebär en rabatt om cirka 46,0 % mot de programmatiska plattformarna, som exklusive PubMatic handlas till 18,5x EV/EBIT på rullande tolv månader. Eftersom jämförelsebolagens EV/EBITDA ligger lägre än deras EV/EBIT är rabatten i praktiken något mindre. Rabatten motiveras främst av den korta lönsamhetshistoriken, bolagets begränsade storlek och den låga likviditeten i aktien.

Q3'26 stärker bilden av en skalbar affärsmodell vars resultat nu omsätts i kassaflöde, och den finansiella risken har minskat. Den svagare tillväxtindikationen för Q4'26 och den försenade marknadsplatsen talar dock emot en högre multipel. Vårt motiverade värde för 2027E sänks till 0,32 SEK per aktie (0,38), en uppsida om 115,9 %. Sänkningen förklaras av lägre EBITDA-estimat och av det högre antalet aktier efter kvittningsemissionen, 591,4 miljoner (550,1). För 2026E uppgår värdet till 0,21 SEK per aktie (0,23).

(MSEK)	**2026E**	**2027E**
EV/EBITDA-multipel	10,0x	10,0x
Estimerad EBITDA	12,6	18,2
Enterprise Value	**125,6**	**181,5**
Nettoskuld	2,5	-10,0
Börsvärde	**123,1**	**191,5**
Pris per aktie	0,21	0,32
Potentiell avkastning	38,7%	115,9%

Detaljerade estimat

Kvartal

(MSEK)	**Q1'26A**	**Q2'26A**	**Q3'26A**	**Q4'26E**
Nettoomsättning	7,8	12,9	13,8	15,5
Tillväxt y-o-y	*24,5%*	*78,9%*	*86,1%*	*21,1%*
Övriga rörelseintäkter	0,46	0,36	0,40	0,35
Summa intäkter	**8,3**	**13,3**	**14,2**	**15,9**
Bruttoresultat	**3,9**	**6,7**	**7,3**	**8,3**
Bruttomarginal	*49,4%*	*51,8%*	*53,2%*	*53,2%*
Tillväxt y-o-y	*101,4%*	*207,3%*	*238,6%*	*55,8%*
Rörelsekostnader	-3,6	-3,3	-3,3	-3,5
Tillväxt y-o-y	*-24,5%*	*-26,5%*	*1,0%*	*-9,3%*
EBITDA	**0,3**	**3,4**	**4,0**	**4,8**
EBITDA-marginal	*3,7%*	*26,6%*	*29,2%*	*31,0%*

Helår

(MSEK)	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	31,8	33,7	50,0	65,0
Tillväxt y-o-y	*1,4%*	*5,8%*	*48,4%*	*30,0%*
Övriga rörelseintäkter	1,9	0,8	1,6	1,6
Summa intäkter	**33,7**	**34,5**	**51,6**	**66,6**
Bruttoresultat	**10,0**	**11,5**	**26,1**	**33,6**
Bruttomarginal	31,5%	34,3%	52,3%	51,6%
Tillväxt y-o-y	*-12,1%*	*15,2%*	*126,2%*	*28,4%*
Rörelsekostnader	-18,9	-16,2	-13,6	-15,4
Tillväxt y-o-y	*-5,7%*	*-14,0%*	*-16,4%*	*13,6%*
EBITDA	**-8,8**	**-4,7**	**12,6**	**18,2**
EBITDA-marginal	*neg*	*neg*	*25,1%*	*27,9%*

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

Analytikern Gustav Gabinus äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys