

2025-07-30

Adtraction redovisade minskad nettoomsättning och EBITA i det andra kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 263,8 MSEK (276,6). Bruttoresultatet uppgick till 51,5 MSEK (52,8), med en bruttomarginal på 19,5 % (19,1). Vidare uppgick EBITA till 9,5 MSEK (9,8), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,6 % (3,5). Periodens kassaflöde uppgick till -29,7 MSEK (-22,2) och kassan minskade till 100,6 MSEK vid kvartalets utgång.

### Stabil lönsamhet i ett fortsatt utmanande marknadsklimat

Bruttoresultatet minskade med 2,5 % till följd av en riktigt svag utveckling inom finansvertikalen, som föll med hela 17,8 %. E-handel visade däremot styrka och växte för andra kvartalet i rad, med en tillväxt på 8,7 %. Trots det lägre bruttoresultatet var lönsamheten bättre än väntat, där EBITA endast minskade med 3,2 %, vilket förklarades av en lägre kostnadsbas. Marknaden för e-handel ser nu ut att ha stabiliserats, medan finans fortsatt pressas av lägre efterfrågan på krediter, godkännandegrader och följaktligen provisionsnivåer till Adtraction och dess partners, vilket förväntas pågå något längre än tidigare estimerat.

### Caset intakt men tillväxt dröjer ytterligare

Adtraction räknar med en fortsatt svagt negativ tillväxt i bruttoresultatet även under det tredje kvartalet, baserat på utvecklingen i juli. Tillväxten inom e-handel fortsätter i linje med tidigare kvartal, vilket innebär att finansvertikalen fortsatt håller tillbaka helheten. Adtraction befäster dock sin position som tydlig marknadsledare inom finans i Norden, där den strukturella efterfrågan på krediter på sikt förblir stark. Rapporten bjöd också på flera positiva datapunkter inför framtiden, bland annat att den tekniska och regulatoriska miljön blivit mer krävande för mindre aktörer, vilket höjer inträdesbarriärerna och skapar attraktiva förvärvsmöjligheter för större och etablerade aktörer som Adtraction.

### Outlook

Vi räknar nu med att Adtraction återgår till tillväxt under 2026, vilket innebär att investerare får vänta några kvartal till på den riktigt stora triggern i caset. Vi menar dock att det är värt att ha tålamod och för investerare som vågar lyfta blicken finns god potential till avkastning. Aktien handlas till låga 7,4x EBITA R12, samtidigt som bolaget genererar starka kassaflöden som möjliggör både en attraktiv direktavkastning och framtida förvärv. När tillväxten väl återvänder väntas den operationella hävstången ge effekt och lyfta EBITA, vilket i sin tur kommer synliggöra den låga värderingen. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 46,3 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 62,4 %.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>925,7</b>	<b>1344,3</b>	<b>1202,5</b>	<b>1158,2</b>	<b>1239,0</b>
Tillväxt y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-3,7%	7,0%
<b>Summa intäkter</b>	<b>928,4</b>	<b>1350,1</b>	<b>1206,8</b>	<b>1164,1</b>	<b>1244,6</b>
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>165,7</b>	<b>249,2</b>	<b>230,8</b>	<b>223,8</b>	<b>241,6</b>
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,3%	19,5%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-134,2</b>	<b>-185,5</b>	<b>-187,2</b>	<b>-182,2</b>	<b>-190,6</b>
Tillväxt y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-2,6%	4,6%
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>50,3</b>	<b>64,1</b>
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,3%	5,2%
Tillväxt y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	-0,3%	27,3%
EV/EBITA	9,3	5,0	7,4	7,4	5,8

### Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	28,5
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	473,3
Nettokassa (MSEK)	100,6
EV (MSEK)	372,7
Insiderägande	32,8%
Nästa rapport	2025-11-04

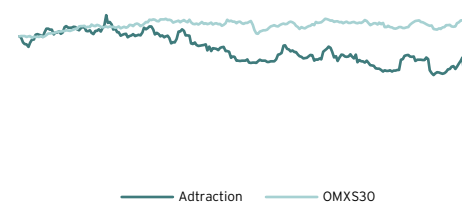
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-0,4	-8,4	-23,0

## Key Insights



### Marknadsledare i Norden

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



### Skalbar affärsmodell

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



### Låg värdering

Vi bedömer att Adtraction är lågt värderat. Baserat på våra estimat för 2026E handlas bolaget till 5,8x EV/EBITA, vilket vi anser är för lågt givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna bortom 2025 samt det starka kassaflödet.

*"Vi bedömer att marknaden för e-handel har stabiliserats, att många kunder är mer villiga att investera i marknadsföring, att vi vinner fler nya konton och att färre konton avslutas eller pausas. För finansvertikalen är bilden en annan. Vi ser negativ tillväxt, framför allt till följd av en utmanande marknad."*

- VD Simon Gustafson

## Investeringscase

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

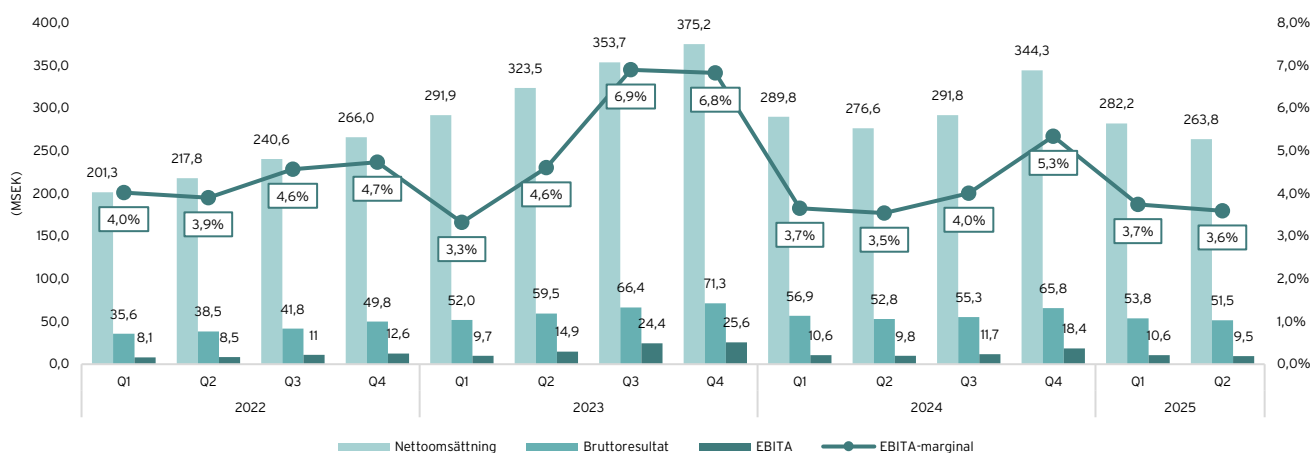
## Stabil lönsamhet i ett fortsatt utmanande marknadsklimat

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 263,8 MSEK (276,6), vilket motsvarade en minskning med 4,6 %. Nedgången drevs av en riktigt svag utveckling inom finansvertikalen. E-handelsvertikalen visade däremot styrka och växte för andra kvartalet i rad.

Bruttoresultatet minskade sammanlagt med 2,5 % till 51,5 MSEK (52,8), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,5 % (19,1). Bruttoresultatet inom e-handel ökade med 8,7 %, samtidigt som finansvertikalen minskade med 17,8 %.

EBITA minskade endast med 3,2 % och uppgick till 9,5 MSEK (9,8), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,6 % (3,5). Trots ett lägre bruttoresultat lyckades Adtraction upprätthålla lönsamheten genom en lägre kostnadsbas, där rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 2,5 % till 44,1 MSEK (45,2), framför allt genom lägre personalkostnader. Kostnadskontrollen fortsätter därmed att vara intakt och till och med svagt sjunkande, vilket ger ett fortsatt bra utgångsläge för marginalförbättringar när marknadsförutsättningarna förbättras och bruttoresultatet ökar.

### Finansiell utveckling



### Estimat vs utfall

Rapporten som helhet var i linje med våra förväntningar. Bruttoresultatet kom in marginellt under estimaten, vilket främst förklaras av att en sekventiell förbättring inom e-handelsvertikalen uteblev. Finansvertikalen utvecklades däremot något bättre än våra lågt ställda förväntningar. Den svagare utvecklingen i bruttoresultat kompenseras av lägre rörelsekostnader än prognostiserat, vilket innebar att EBITA landade något över vår förväntan. Sammantaget levererade Adtraction återigen stabil lönsamhet trots press på bruttoresultatet.

#### Utfall vs Estimat Q2 2025

(MSEK)	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25A	Q2'25E	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>276,6</b>	<b>291,8</b>	<b>344,3</b>	<b>282,2</b>	<b>263,8</b>	<b>271,5</b>	<b>-7,7</b>
% y-o-y	-14,5%	-17,5%	-8,2%	-2,6%	-4,6%	-1,8%	-2,9%
Övriga rörelseintäkter	1,6	0,9	0,8	2,6	1,5	1,5	0,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>278,2</b>	<b>292,7</b>	<b>345,1</b>	<b>284,8</b>	<b>265,3</b>	<b>273,0</b>	<b>-7,7</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,8</b>	<b>55,3</b>	<b>65,8</b>	<b>53,8</b>	<b>51,5</b>	<b>52,0</b>	<b>-0,5</b>
Bruttomarginal	19,1%	19,0%	19,1%	19,1%	19,5%	19,2%	0,4pp
% y-o-y	-11,3%	-16,7%	-7,7%	-5,4%	-2,5%	-1,3%	-1,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-45,2</b>	<b>-45,3</b>	<b>-48,4</b>	<b>-46,5</b>	<b>-44,1</b>	<b>-45,2</b>	<b>-1,0</b>
% y-o-y	-4,9%	1,4%	-1,1%	-3,8%	-2,5%	-0,1%	-2,3%
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
<b>EBITA</b>	<b>9,8</b>	<b>11,7</b>	<b>18,4</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>8,5</b>	<b>1,0</b>
EBITA-marginal	3,5%	4,0%	5,3%	3,7%	3,6%	3,1%	0,5pp
% y-o-y	-34,2%	-52,0%	-28,1%	-0,3%	-3,2%	-13,1%	11,6%

## Stabilisering inom e-handel - men tillväxten förskjuts av en svag finansmarknad

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

### Tillväxt drivare



#### Tillväxt inom befintlig kundbas

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



#### Ökad marknadsandel i Europa

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



#### Trend mot prestationsbaserad marknadsföring

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



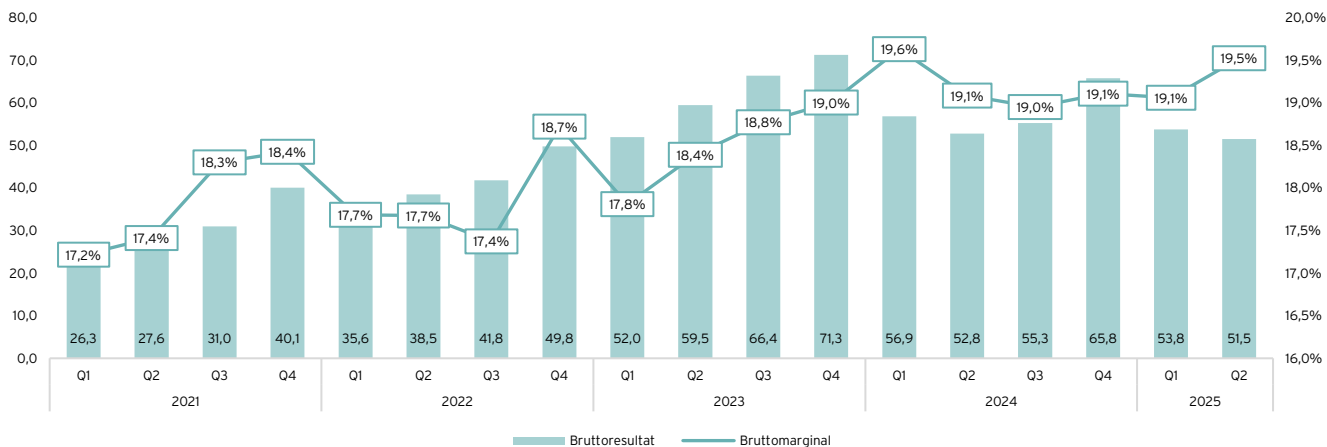
#### Strategiska förvärv

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

På kort sikt ska återgången till tillväxt drivas av fortsatt tillväxt inom e-handelsvertikalen och en återhämtning inom finansvertikalen. Adtraction räknar med en fortsatt svagt negativ tillväxt i bruttoresultatet även under det tredje kvartalet, baserat på utvecklingen i juli. Tillväxten inom e-handel förväntas fortsätta i linje med tidigare kvartal, vilket innebär att finansvertikalen håller tillbaka helheten. Adtraction befäster dock sin position som tydlig marknadsledare inom finans i Norden, där den strukturella efterfrågan på krediter på sikt förblir stark. Vi bedömer att den svaga utvecklingen inom finans speglar makroeffekter och tillfälliga faktorer, snarare än strukturella problem, vilket tyder på att nedgången inte borde bli alltför långdragen.

Vi har justerat våra antaganden efter rapporten och räknar nu med att Adtraction återgår till tillväxt under 2026, vilket innebär att investerare får vänta några kvartal till på den riktigt stora triggeren i caset. Vi menar dock att det är värt att ha tålamod och för investerare som vågar lyfta blicken finns god potential till avkastning. När tillväxten väl återvänder väntas den operationella hävstången ge effekt och lyfta EBITA, vilket i sin tur kommer synliggöra den låga värderingen.

### Bruttoresultat och marginal, historisk utveckling



### Stabilisering inom e-handelsvertikalen med positiva signaler framåt

Bruttoresultatet inom e-handelsvertikalen ökade med 8,7 % till 31,4 MSEK (28,9), vilket markerade det andra kvartalet i rad med tillväxt. Justerat för förvärvet av Adrecord var den organiska tillväxten svagt positiv. Även om utvecklingen tyngdes av ett svagt april, såg inte heller maj och juni någon kraftig organisk förbättring, vilket tyder på att återhämtningen är mer gradvis än explosiv. Detta stärks av att Adtraction räknar med att tillväxten i det tredje kvartalet fortsätter i linje med tidigare kvartal.

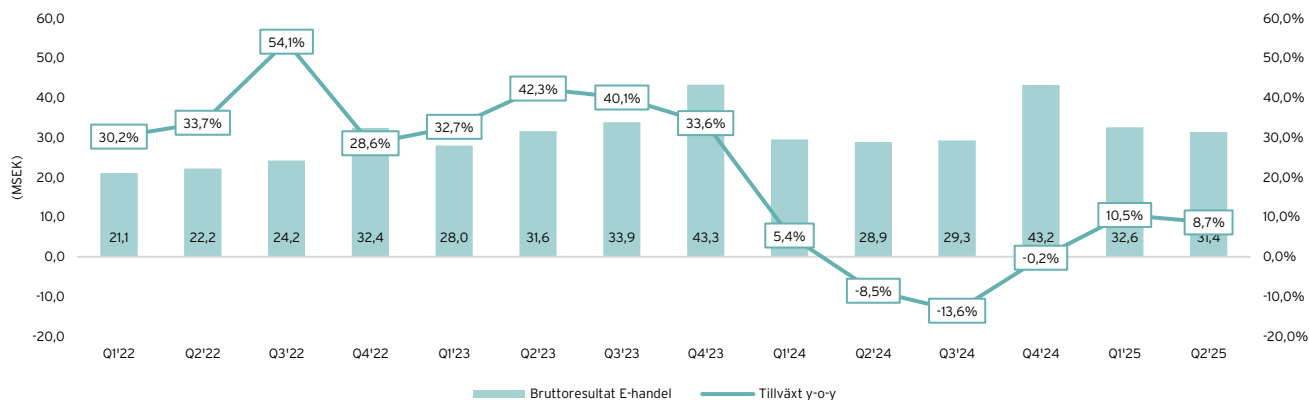
Positivt är att det finns allt fler tecken på att marknaden nu nått en stabilisering. Enligt Adtraction har annonsörerna i högre grad anpassat sig till det nya ekonomiska läget. Detta har skapat en mer stabil miljö där annonsörer snarare diskuterar framåtblickande satsningar, såsom ökade investeringar i marknadsföring och kanaler det vill arbeta med, än sänkta provisioner eller pausade kampanjer, vilket var vanligt under 2024. Viktigt är också att Adtraction uppgav att den genomsnittliga provisionen per konvertering har stabiliserats. Adtraction har dessutom vunnit fler nya kunder och sett färre konton avslutats eller pausats. Sammantaget stärker dessa faktorer caset för fortsatt återhämtning.

### Småkundssatsning med potential - men kräver fortsatt utveckling

Efter förvärvet av Adrecord har Adtraction inlett en plattformsanpassning mot mindre kunder via en mer automatiserad tjänst, vilket skapar nya tillväxtmöjligheter på sikt. Tjänsten lanseras initialt i Sverige och planeras därefter att rullas ut successivt på fler marknader. Migrationen är nu genomförd och cirka 300 kunder har flyttats över till plattformen, där ett dedikerat team hanterar denna målgrupp.

Det operativa arbetssättet har hittills varit oförändrat jämfört med tidigare, men fokus framåt är att öka graden av självservice genom förbättrad plattformsfunktionalitet. Det skapar en mer skalbar affärsmodell med lägre marginalkostnader per kund, då mindre kunder generellt har ett lägre behov av skräddarsydda lösningar och därmed kan hanteras mer kostnadseffektivt. Den initiala effekten på bruttoresultatet väntas vara begränsad på kort sikt, men initiativet har potential att öka marknadsandelen i Norden, stärka nätverkseffekterna och addera högre volymer på sikt. På längre sikt kan detta även bli en viktig tillväxtmotor vid en bredare utrullning i övriga Europa.

**Bruttoresultat e-handel, historisk utveckling**



## Fortsatt press inom finansvertikalen med tidiga tecken på att botten är nådd

Bruttoresultatet inom finansvertikalen minskade med 17,8 % till 19,4 MSEK (23,6), vilket var det femte kvartalet i rad med negativ tillväxt. Utvecklingen var särskilt svag i april, som enligt Adtraction var en av de tuffaste månaderna hittills, med en tydlig nedgång i både efterfrågan och beviljade krediter. Därefter följde en gradvis återhämtning under maj och juni, vilket ger visst stöd för att botten kan vara passerad. Marknaden förblir dock utmanande och en fortsatt svag utveckling är därför det mest troliga scenariot på kort sikt.

Till skillnad från föregående kvartal, där Adtraction lyfte fram pausade kampanjer, förändrade erbjudanden och andra kundspecifika skäl hos annonsörer, menar bolaget nu att dessa faktorer snarare kan ha varit symptom på en bredare marknadsförsvagning. Enligt Adtraction har det nu sett en lägre konsumentefterfrågan på krediter samt mer restriktiv kreditgivning från långgivare, vilket är en utveckling som även bekräftats av andra aktörer i branschen.

Den minskade konkurrensen bland annonsörer om volymer har dessutom haft en negativ påverkan på provisionsnivåerna till Adtraction och dess partners, vilket ytterligare pressar bruttoresultatet. Situationen kan liknas den som uppstod under pandemin, där marknaden snabbt tvärbromsade, men med den viktiga skillnaden att nedgången nu är mer utdragen och saknar en tydlig extern utlösande faktor, vilket gör analysen mer komplex.

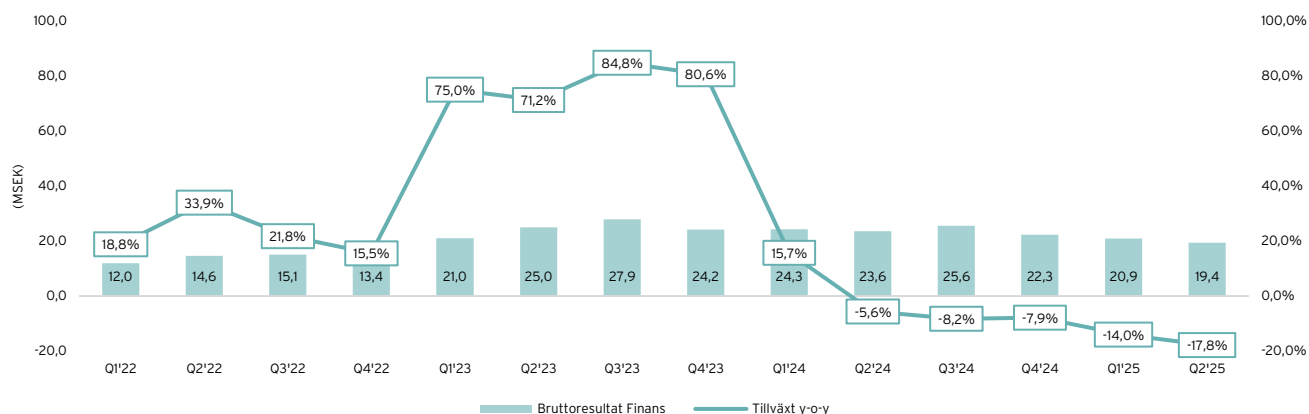
Adtraction ser dock liknande mönster i hela Europa, vilket tyder på att det främst handlar om en bred makroekonomisk försvagning snarare än om lokala eller regulatoriska förändringar, även om dessa spelar viss roll i exempelvis Sverige. Den breda nedgången över samtliga marknader stärker således bilden av att det är tillfälliga makroeffekter och inte strukturella problem som driver utvecklingen.

Trots den svaga marknaden antyder den successiva återhämtningen under slutet av kvartalet och inledningen av juli att situationen kan vara på väg att stabiliseras. Enligt bolaget krävs dock både högre volymer och förbättrad godkännandegrad för att en tydligare vändning ska materialiseras. Historiskt har detta också lett till ökad konkurrens bland annonsörer och därmed högre ersättningsnivåer för Adtraction och dess nätverk.

## Starka långsiktiga utsikter trots temporär motvind

På längre sikt ser vi fortsatt stark fundamenta inom finansvertikalen. Efterfrågan på krediter är strukturellt hög och Adtraction har en marknadsledande position i Norden med ett starkt erbjudande till både annonsörer och partners, lång erfarenhet och ett diversifierat partnersnätverk. Bolaget använder också det nuvarande marknadsläget för att vidareutveckla sitt erbjudande, bland annat inom teknik och plattformintegrationer, vilket stärker positionen inför en framtida återhämtning. Vi bedömer därför att den nuvarande svackan är temporär och att Adtraction är väl positionerat att dra nytta av en förbättrad marknad när förutsättningarna väl vänder.

### Bruttoresultat finans, historisk utveckling



## Europaexpansionen hålls tillbaka - främst av finans

Bruttoresultatet i Norden uppgick till 38,6 MSEK (39,0), en minskning med 1,0 %, medan övriga Europa sjönk med 6,5 % till 12,9 MSEK (13,8). Det innebär att Norden stod för 75 % av bruttoresultatet och övriga Europa för 25 %. Norden är fortsatt den viktigaste marknaden för Adtraction, vilket inte är konstigt. Adtraction är marknadsledare i Norden och har ett omfattande nätverk av annonsörer och partners, vilket genererar starka nätverkseffekter.

På sikt bedömer vi att den stora tillväxtpotentialen finns i övriga Europa. Det är inte realistiskt att vi i ett framtida scenario ser en intäktsfördelning som är det motsatta. Adtraction är dock fortfarande mindre etablerade på dessa marknader och möter högre konkurrens samt kan ännu inte erbjuda samma breda partnernätverk för annonsörer, vilket begränsar nätverkseffekterna. Adtraction har dock historiskt bevisat att det kan ta marknadsandelar genom en strategi som fokuserar på hög servicegrad och stark prestation mot mindre och medelstora annonsörer. På sikt stärker detta nätverkseffekterna och förenklar arbetet med att få in större kunder i övriga Europa.

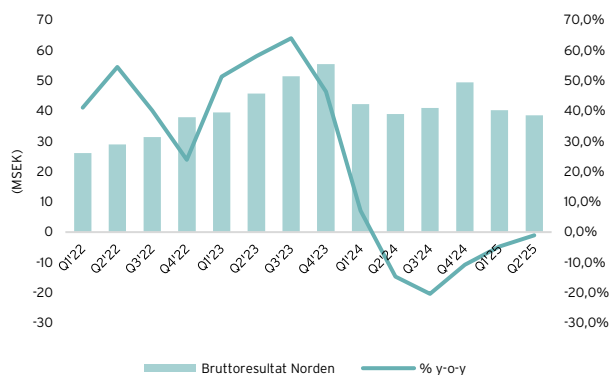
Enligt Adtraction är det framför allt finansvertikalen som håller tillbaka tillväxten i övriga Europa för tillfället. I viktiga marknader som Spanien och Tyskland har utvecklingen inom finans varit svag, vilket är kopplat till ett tufft makroklimat och kundspecifika utmaningar. Eftersom Spanien är en av bolagets största marknader utanför Norden får utvecklingen där ett särskilt stort genomslag.

Även e-handeln har haft en försiktig utveckling i vissa länder, framför allt där Adtraction är i ett tidigare skede och främst arbetar med mindre kunder, en affär som är svårare att skala snabbt i ett mer pressat konjunkturläge. I Frankrike och Italien, där expansionen är i sin linda, har bolaget ännu inte nått lönsamhet. Det förklaras bland annat av en utmanande marknadsmiljö, svårigheter att vinna större konton och interna faktorer som exempelvis ett byte av landschef i Frankrike.

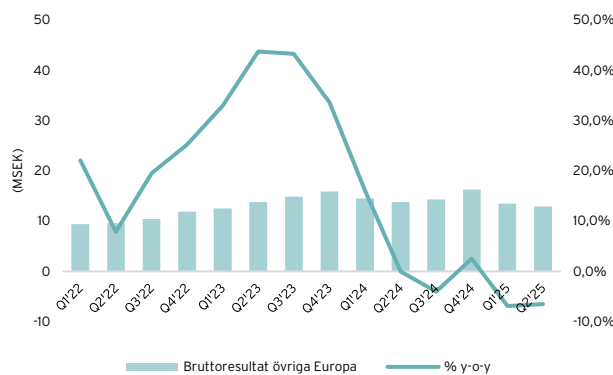
Trots detta är Adtraction lönsamt i alla övriga marknader, vilket visar att affärsmodellen är skalbar. Adtraction är fortsatt optimistiska och pekar på att bolagets nya CRM-system, som lanserades under kvartalet, kommer att förbättra segmentering, kundbearbetning och koordinering mellan länder. Det nya CRM-systemet möjliggör integration direkt i plattformen så att Adtraction enklare kan få ut data och då kan bolaget tydligare prioritera säljinsatser, särskilt i gränsöverskridande samarbeten, där kunder är starka i vissa marknader men svagare i andra.

Sammantaget anser vi att den strukturella plattformen för expansion har stärkts, även om kortsiktiga utmaningar inom framför allt finans hämmar tillväxten. På längre sikt finns fortsatt stor potential i övriga Europa, särskilt inom e-handel, som generellt är enklare att skala jämfört med finansvertikalen. På kort sikt räknar vi med att tillväxttaket kan påverkas av ett svagare konjunkturläge i Europa, men på längre sikt är vi övertygade om att Adtractions har goda möjligheter att fortsatt ta marknadsandelar och bygga en starkare närvaro även utanför Norden. Ytterligare förvärv bedöms även kunna fungera som katalysatorer i den strategiska ambitionen att bredda närvaron.

Bruttoresultat Norden, kvartal



Bruttoresultat övriga Europa, kvartal

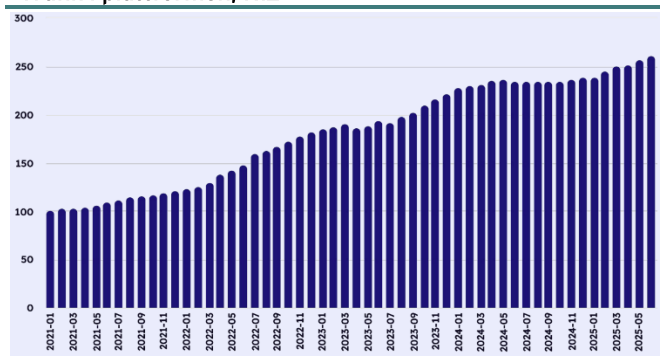


## Stabil tillväxt i trafik och konverteringar

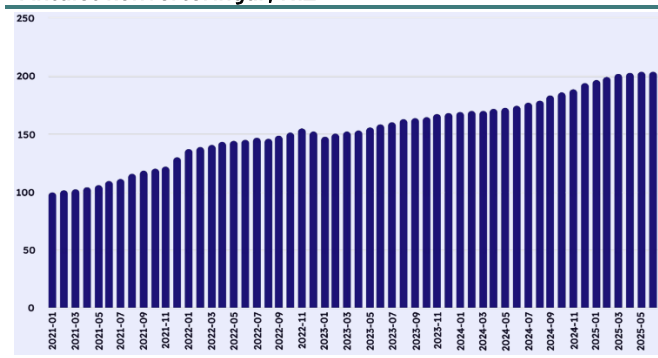
Under kvartalets investerarsamtal delade Adtraction med sig av viktiga datapunkter som visade på fortsatt tillväxt i trafik och konverteringar över tid. Detta belyser styrkan i bolagets affärsmodell, som bygger på ett brett, diversifierat och dynamiskt partnersnätverk. Partnersnätverket präglas av en naturlig urvalsprocess där nya, innovativa aktörer kontinuerligt tillkommer och bidrar med nya sätt att generera relevant trafik, medan mindre framgångsrika aktörer gradvis fasas ut. Denna självförbättrande struktur innebär att nätverkets totala kvalitet, effektivitet och anpassningsförmåga stärks över tid.

Tillväxten är särskilt viktig då utvecklingen inom AI och förändrade sökbeteenden har väckt frågor om eventuell trafikförlust till bolagets partners. Adtractions data visar dock inget sådant trendbrott. Tvärtom fortsätter trafiken att öka, vilket tyder på partners förmåga att vara innovativa och anpassa sig till förändrade marknadsförutsättningar. AI-verktyg skapar också möjligheter, exempelvis kan partners nu skapa innehåll snabbare och i större volym, vilket i sin tur kan stärka synligheten i nya kanaler och bidra till högre konvertering. Sammantaget skapar partnermodellen goda förutsättningar för att upprätthålla en hög och uthållig tillväxttakt, vilket också bekräftas av historiken.

Trafik i plattformen, R12



Antalet konverteringar, R12



## lägre provisioner speglar rådande marknadsklimat

Tillväxten i trafik och antalet konverteringar visar samtidigt att den genomsnittliga provisionen per konvertering har sjunkit något under det senaste året. Enligt Adtraction är detta en naturlig konsekvens av marknadsdynamik där ersättningsnivåer sätts av annonsörerna utifrån utbud, efterfrågan och konkurrensläge. När en annonsör vill ha lägre trafik och sänker sin ersättning av exempelvis budgetskäl följer ofta branschkollegor efter, vilket skapar en nedåtgående spiral i hela segmentet. Detta är särskilt tydligt inom finans, där ersättningen ofta sätts i direkt relation till konkurrenssituation och önskad volym.

Trots pressade provisionsnivåer menar Adtraction att detta inte är en strukturell förändring. Adtraction ser snarare det som en cyklisk justering där provisionerna på sikt har goda chanser att återhämta sig, särskilt när konkurrensen om volymen ökar. Fortsatt tillväxt i antalet konverteringar är därför en viktig datapunkt för att återgå till tillväxt. Adtractions fokus ligger dock inte på att maximera ersättningen, utan på att säkerställa rätt balans mellan pris och konverteringseffekt för varje kund.

Enligt Adtraction kan trafiken snabbt styras om till andra annonsörer med bättre villkor om en annonsör tillfälligt sänker sin ersättning. Det gör att Adtraction kan fortsätta växa i volym, även om varje enskild transaktion ger lite mindre betalt.

## Optimering av trackingteknik

Adtraction arbetar aktivt med att uppdatera spårningstekniken som svar på ett mer utmanande trackingklimat, där viss försäljning inte registrerats korrekt. Den nya tekniska lösningen är definierad och väntas vara klar under Q3'25. Därefter kommer den successivt implementeras hos annonsörerna, en process som kan ta upp till sex månader beroende på komplexitet och teknisk anpassning. Grafen ovan visar att tekniken fungerar, men att optimeringar behöver genomföras. Syftet är att ge en mer rättvis bild till annonsörer om ROI och säkerställa korrekt ersättning till både partners och Adtraction. Den förbättrade spårningen bedöms ha potential att successivt ge effekt i siffrorna under de kommande kvartalen.

## Nya drivkrafter i förvärvsdialoger - teknisk och regulatorisk komplexitet öppnar dörrar

Adtraction ser fortsatt intressanta möjligheter till strategiska förvärv, men från en ny utgångspunkt. Tidigare har dialogerna ofta drivits av entreprenörer som velat sälja efter att ha nått en tillväxtgräns. Adtraction ser nu att många mindre branschkollegor kämpar med att hantera ökande tekniska och regulatoriska krav, särskilt inom spårning och andra plattformsanpassningar. Detta skapar en ny öppning för samtal där Adtractions plattform, tekniska kapacitet och resurser blir ett attraktivt alternativ. Bolaget upplever ett ökat intresse för dialoger från aktörer som tidigare varit svårare att nå, vilket kan öka sannolikheten för nya förvärv framöver, särskilt till mer attraktiva värderingar.

## Stabil kostnadsbas

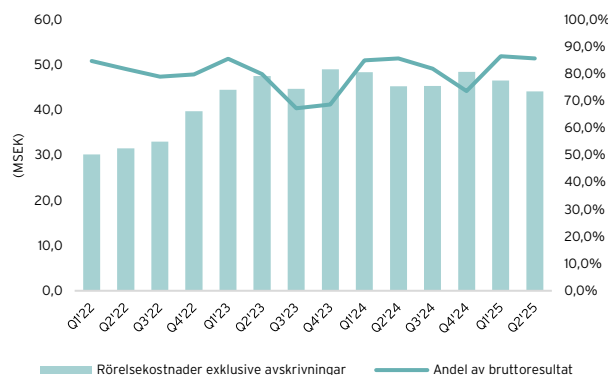
Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar minskade med 2,5 % till 44,1 MSEK (45,2), framför allt genom lägre personalkostnader. Antalet anställda minskade under kvartalet, men förväntas öka något kommande kvartal då flera avgångar redan har ersatts. Det innebär att organisationens kapacitet i stort sett är intakt.

Vi bedömer att rörelsekostnaderna förblir stabila eller till och med kan minska något framöver, då kostnadsbasen under Q3 och Q4 2024 belastades av vissa engångskostnader. Sammantaget ser vi goda möjligheter för Adtraction att förbättra EBITA-marginalen i takt med att bruttoresultatet ökar, då affärsmodellen är skalbar med en hög andel fasta kostnader. Detta skapar en tydlig operativ hävstång som stödjer en ökad marginal över tid. Därtill bör den pågående expansionen mot mindre kunder genom mer automatiserade lösningar successivt bidra till att öka effektiviteten och därmed lönsamheten över tid. Framtida förvärv kan dessutom förbättra marginalen ytterligare, då rörelsekostnadernas andel av bruttoresultatet minskar efter migreringen till Adtractions plattform.

Rörelsekostnader exklusive avskrivningar



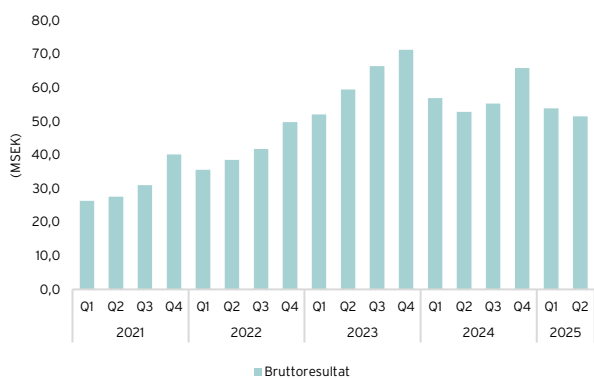
Andel av bruttoresultat



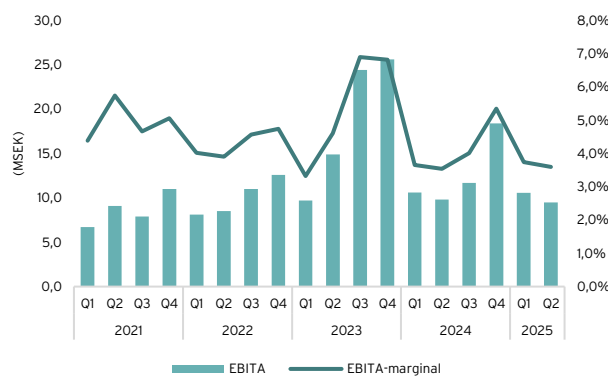
## Oförändrad EBITA

EBITA minskade marginellt med 3,2 % till 9,5 MSEK (9,8), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,6 % (3,5). Trots ett lägre bruttoresultat lyckades Adtraction upprätthålla lönsamheten genom en lägre kostnadsbas. Vi ser fortsatt tillväxt i bruttoresultat som den viktigaste drivkraften för en förbättrad lönsamhet. Under den senaste perioden har den operativa hävstången haft en negativ effekt i takt med minskande volymer, men i takt med att tillväxten återvänder förväntas den återigen bidra positivt och ge ett tydligt genomslag på EBITA.

Bruttoresultat



EBITA och EBITA-marginal



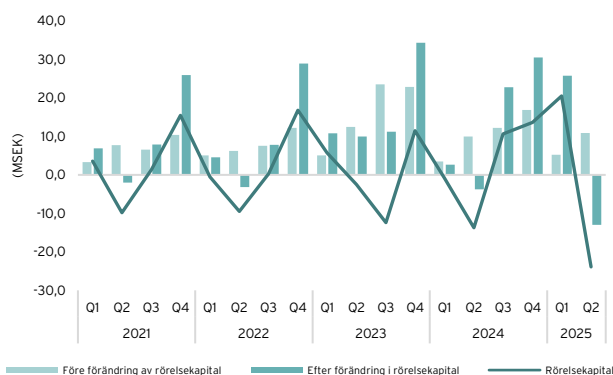
## Stark finansiell ställning och hög kassakonverteringsgrad

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

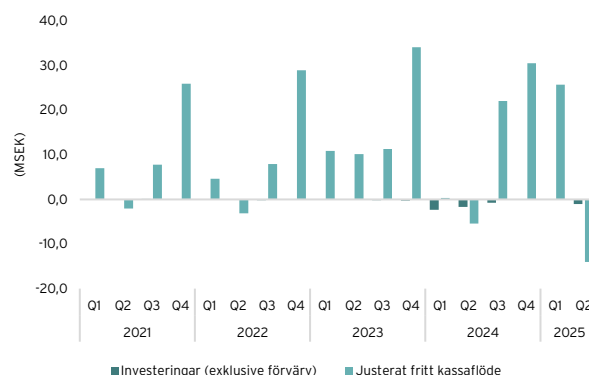
Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 10,9 MSEK (10,0). Kassaflödet från förändringar i rörelsekapital uppgick till -23,9 MSEK (-13,8), vilket innebär att kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändring av rörelsekapital uppgick till -13,0 MSEK (-3,8). Utvecklingen var säsongsbetonad och påverkades främst av utbetalningar till partners. Kassaflödena har varit exceptionellt starka de senaste kvartalen och Adtraction bedömer att det fortsatt kommer ha ett mycket starkt kassaflöde i förhållande till EBITA över tid.

Det fria kassaflödet uppgick till -13,1 MSEK (-5,4), i linje med det operativa kassaflödet. Det totala kassaflödet för kvartalet uppgick till -29,7 MSEK (-0,2), vilket främst förklaras av att den första utdelningen för året genomfördes under perioden. Som en följd minskade likvida medel jämfört med föregående kvartal och uppgick till 100,6 MSEK vid kvartalets utgång. Trots utdelningen och förvärvet av Adrecord är likviditetspositionen fortsatt stark och förbättrad jämfört med samma period föregående år, då likvida medel uppgick till 93,6 MSEK.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde



Adtraction hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 473,0 MSEK, varav 50,3 % av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 100,6 MSEK.

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

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
36,5 % (172,5 MSEK)	0,6 % (2,7 MSEK)	50,3 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
21,3 % (100,6 MSEK)	0,0 MSEK	100,6 MSEK

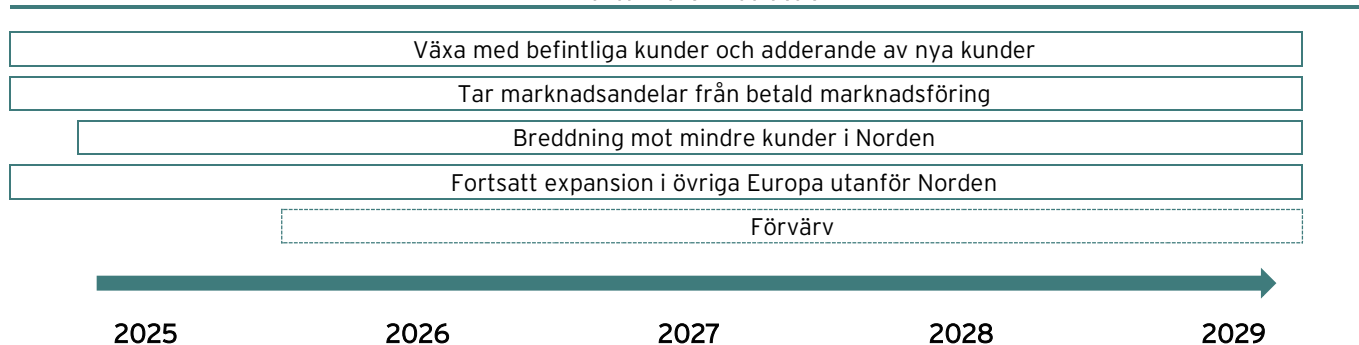
## Outlook

### Tillväxt drivare

Vi bedömer att de främsta tillväxt drivarna i Adtraction på kort sikt är en återhämtning från befintliga kunder inom båda vertikaler, fortsatt geografisk expansion i övriga Europa utanför Norden samt breddning av plattformen mot mindre kunder. Vi räknar med att den negativa tillväxten under året vänder i takt med att marknadsförhållandena förbättras.

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

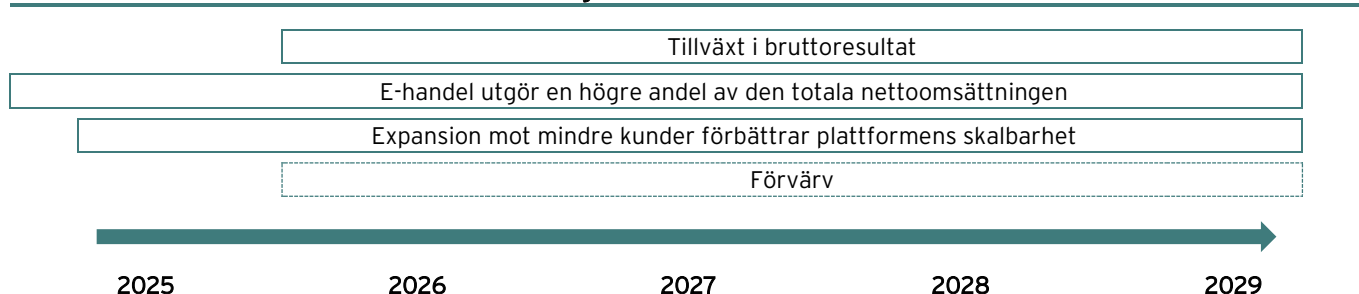
#### Tillväxt drivare i Adtraction



### Marginal drivare

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

#### Marginal drivare i Adtraction



## Värdering

### Key stats

<b>Totalt antal aktier</b>	16 607 143	<b>Börsvärde (MSEK)</b>	473,3
<b>Aktiekurs (SEK)</b>	28,5	<b>Nettokassa (MSEK)</b>	100,6
		<b>EV (MSEK)</b>	372,7

### Rullande 12 månader

<b>Nettoomsättning</b>	1182,1 MSEK	<b>EV/S</b>	0,3
<b>Bruttoresultat</b>	226,4 MSEK	<b>EV/GP</b>	1,7
<b>EBITA</b>	50,2 MSEK	<b>EV/EBITA</b>	7,9

Källa: Börndata

### Nyckeltal R12

<b>Bruttomarginal</b>	<b>EBITA-marginal</b>	<b>Soliditet</b>	<b>Kassa</b>
19,2 %	4,2 %	50,3 %	21,3 %
<b>OPCF-marginal</b>	<b>FCF-marginal</b>	<b>ROC</b>	<b>ROIC</b>
5,6 %	3,5 %	neg.	neg.

Källa: Börndata

## Estimat för 2025

Vi räknar med att Adtraction kommer ha svårt att återgå till tillväxt under 2025, främst till följd av en fortsatt svag utveckling inom finansvertikalen. Fokus under årets återstående kvartal väntas därför ligga på att stabilisera verksamheten. E-handelsvertikalen uppvisar däremot positiva tecken med en svag organisk tillväxt. Vi räknar med att trenden fortsätter och att e-handelsvertikalen växer med 7,6 % för helåret, drivet både av organisk utveckling och bidrag från förvärvet av Adrecord. För finansvertikalen förväntar vi oss att marknaden förblir utmanande, men att en gradvis återhämtning kan ske under slutet av året i takt med att annonsörer anpassar sig till det nya ekonomiska läget. Vår prognos är att finansvertikalen minskar med 15,9 % för helåret. Därtill väntas bruttoresultatet från övriga verksamheter att fortsätta utvecklas positivt.

Vi bedömer att Adtractions rörelsekostnader förblir stabila eller till och med kan minska något under kommande kvartal, då kostnadsbasen under Q3 och Q4 2024 påverkades av engångskostnader om totalt 5,2 MSEK. Kostnader vi inte räknar med återkommer under 2025. Sammantaget skapar den stabila kostnadsbasen och en gradvis återgång till tillväxt ett starkt utgångsläge för lönsamhetsförbättringar bortom 2025.

Vår övergripande bedömning är att investeringscasen är intakt, även om investerare sannolikt behöver ha tålamod ytterligare några kvartal innan Adtraction återgår till tillväxt i bruttoresultatet. När tillväxten väl vänder förväntas den operationella hävstången börja verka i rätt riktning, vilket i sin tur bör ge en tydlig effekt på EBITA.

### Estimat för 2025

(MSEK)	Q1A	Q2A	Q3E	Q4E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>282,2</b>	<b>263,8</b>	<b>282,2</b>	<b>330,0</b>	<b>1158,2</b>
% y-o-y	-2,6%	-4,6%	-3,3%	-4,2%	-3,7%
Övriga rörelseintäkter	2,6	1,5	1,0	0,8	5,9
<b>Summa intäkter</b>	<b>284,8</b>	<b>265,3</b>	<b>283,2</b>	<b>330,8</b>	<b>1164,1</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>53,8</b>	<b>51,5</b>	<b>54,3</b>	<b>64,3</b>	<b>223,8</b>
Bruttomarginal	19,1%	19,5%	19,2%	19,5%	19,3%
% y-o-y	-5,4%	-2,5%	-1,8%	-2,4%	-3,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-46,5</b>	<b>-44,1</b>	<b>-44,6</b>	<b>-47,1</b>	<b>-182,2</b>
% y-o-y	-3,8%	-2,5%	-1,5%	-2,7%	-1,5%
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7
<b>EBITA</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>11,5</b>	<b>18,8</b>	<b>50,3</b>
EBITA-marginal	3,7%	3,6%	4,1%	5,7%	4,3%
% y-o-y	-0,3%	-3,2%	-1,6%	2,0%	-0,3%

## Estimat fram till 2026

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>925,7</b>	<b>1 344,3</b>	<b>1 202,5</b>	<b>1 158,2</b>	<b>1 239,0</b>
% y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-3,7%	7,0%
Övriga intäkter	2,7	5,7	4,3	5,9	5,6
<b>Summa intäkter</b>	<b>928,4</b>	<b>1 350,1</b>	<b>1 206,8</b>	<b>1 164,1</b>	<b>1 244,6</b>
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>165,7</b>	<b>249,2</b>	<b>230,8</b>	<b>223,8</b>	<b>241,6</b>
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,3%	19,5%
% y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	-3,0%	7,9%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-134,2</b>	<b>-185,5</b>	<b>-187,2</b>	<b>-182,2</b>	<b>-190,6</b>
% y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-2,6%	4,6%
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>50,3</b>	<b>64,1</b>
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,3%	5,2%
% y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	-0,3%	27,3%
EV/EBITA	9,3	5,0	7,4	7,4	5,8

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 12x EBITA för helåret 2026E. Vi anser att det är en rimlig multipel givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna bortom 2026 samt det starka kassaflödet. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

### Värdering

	Multipel	EBITA 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2026E</b>	12	64,1	768,6	46,3
Säkerhetsmarginal (30%)	12	44,8	538,0	32,4

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

### Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2026E</b>	1,62	62,4%	38,2%	1,14	13,7%	8,9%

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

### Känslighetsanalys

EBITA	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
8	512,4	30,9	8,3%	358,7	21,6	-24,2%
9	576,5	34,7	21,8%	403,5	24,3	-14,7%
10	640,5	38,6	35,3%	448,4	27,0	-5,3%
11	704,6	42,4	48,9%	493,2	29,7	4,2%
<b>12</b>	<b>866,0</b>	<b>52,1</b>	<b>69,3%</b>	<b>606,2</b>	<b>36,5</b>	<b>18,5%</b>
13	832,7	50,1	75,9%	582,9	35,1	23,1%
14	896,7	54,0	89,5%	627,7	37,8	32,6%
15	960,8	57,9	103,0%	672,5	40,5	42,1%
16	1 024,8	61,7	116,5%	717,4	43,2	51,6%

## Källor

1. <https://storage.mfn.se/6506781f-af1d-476f-b681-efc11feb802b/delarsrapport-q2-2025.pdf>
2. <https://youtu.be/LAzApQ4kzmc?si=fEpCcouywea89rZa>

## Disclaimer

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

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

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

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

## Intressekonflikt

---

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