

2025-11-10

Adtraction redovisade minskad nettoomsättning och ökad EBITA i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 285,9 MSEK (291,8), motsvarande en tillväxt på -2,0 %. Bruttoresultatet uppgick till 54,0 MSEK (55,3), med en bruttomarginal på 18,9 % (19,0). Vidare uppgick EBITA till 11,9 MSEK (11,7), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 4,2 % (4,0). Periodens kassaflöde uppgick till 15,7 MSEK (22,0) och kassan till 115,1 MSEK (114,8) vid kvartalets utgång.

Bibehållen lönsamhet trots svagt negativ tillväxt

Bruttoresultatet minskade med 2,4 % till 54,0 MSEK (55,3) och den negativa utvecklingen hänfördes helt till finansvertikalen, som minskade med 15,2 %. Nedgången avtog dock i styrka och den svenska marknaden visade tecken på stabilisering. E-handelsvertikalen ökade med 6,8 %, drivet av en svagt positiv organisk tillväxt och bidrag från Adrecord. EBITA ökade med 1,8 % till 11,9 MSEK (11,7), med en marginal på 4,2 % (4,0), trots det lägre bruttoresultatet, vilket visade på imponerande kostnadskontroll. Sammantaget var bruttoresultatet i linje med vår förväntan, medan EBITA var marginellt högre än estimerat.

Strategiska initiativ för tillväxt och stärkt plattform

Adtraction guidar för en svagt negativ tillväxt även under Q4, vilket indikerar en stabiliserad nedgång inom finansvertikalen samt svagt positiv organisk tillväxt inom e-handel. Bolaget fortsätter driva flera interna initiativ för tillväxt på kort och lång sikt. Initiativen omfattar uppdaterad spårningsteknik, implementeringen av Salesforce, ett mer segmenterat erbjudande samt lansering av ett influencer-verktyg. Förvärvet av brittiska Affiliate Future, som konsolideras från november, väntas bidra med nya kundrelationer och skapa nätverkseffekter när dess kunder migrerar till Adtractions plattform. På kort sikt har förvärvet begränsad resultatpåverkan, men det stärker Adtractions tillväxtpotentialer i Europa.

Outlook

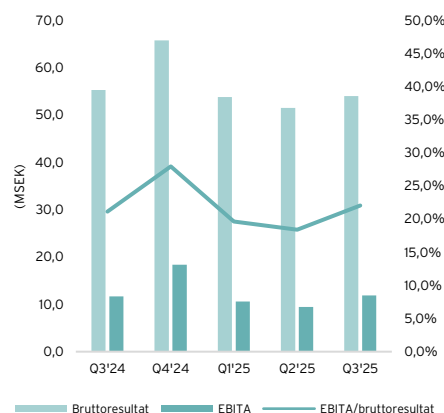
Kvartalet visar fortsatt motståndskraft i lönsamheten, men också behovet av att återgå till tillväxt. Vi bedömer att kvartalet var ett steg i rätt riktning och bibehåller vår tro på att Adtraction återgår till tillväxt under 2026, drivet av en förbättrad marknadynamik och interna förbättringar som succesivt väntas ge effekt. Aktien handlas till 6,3x EBITA R12, vilket vi bedömer främst speglar kortsiktigt säljtryck än bolagets fundamenta. Vi menar att tillväxt under 2026 kommer bidra till att synliggöra den låga värderingen. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 51,5 SEK per aktie, en uppsida om 95,9 %. Utöver detta ser vi potential för fler förvärv, något ledningen uttryckt ambition att genomföra.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	925,7	1344,3	1202,5	1170,6	1317,0
Tillväxt y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-2,7%	12,5%
Summa intäkter	928,4	1350,1	1206,8	1176,4	1323,0
EV/S	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Bruttoresultat	165,7	249,2	230,8	224,4	252,0
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,1%
Rörelsekostnader	-134,2	-185,5	-187,2	-183,7	-200,9
Tillväxt y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-1,8%	9,4%
Materiella avskriv.	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
EBITA	40,2	74,6	50,5	49,3	61,7
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,2%	4,7%
Tillväxt y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	-2,3%	25,1%
EV/EBITA	8,0	4,3	6,4	6,5	5,2

Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	26,3
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	436,8
Nettokassa (MSEK)	115,1
EV (MSEK)	321,7
Insiderägande	40,4%
Nästa rapport	2026-02-19

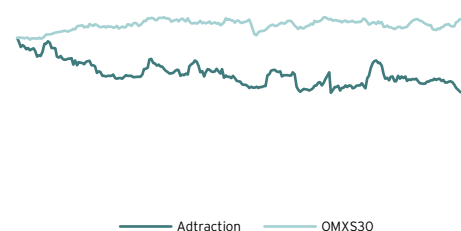
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-11,5	-8,7	-32,0

Investeringscase

1. Tillväxt i bruttoreultat får tydligt genomslag på EBITA

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

2. Stark balansräkning och hög kassakonvertering

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

3. Marknadsledande position i Norden med starka nätverkseffekter

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

4. Strukturell tillväxt i en digitalt driven marknad

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

5. Ökade inträdesbarriärer stärker konkurrensfördelen

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

6. Låg värdering trots stark finansiell profil

Adtraction handlas till en låg värdering i relation till bolagets historik, finansiella ställning och framtida tillväxtpotentialer. Enligt våra estimat för 2026E uppgår värderingen till cirka 5,2x EV/EBITA, vilket framstår som attraktivt givet affärsmodellens strukturella styrkor och tillväxtutsikter. Vi bedömer att marknaden ännu inte fullt ut reflekterar bolagets långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotential samt kassagenerering.

Motargument

1. Teknisk komplexitet och regulatorisk risk

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

2. Tuffare konkurrens i övriga Europa

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

3. Avtagande tillväxttakt

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

4. Osäkerhet kopplad till AI-utvecklingen

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

5. Felaktig uppfattning om affärsmodellen

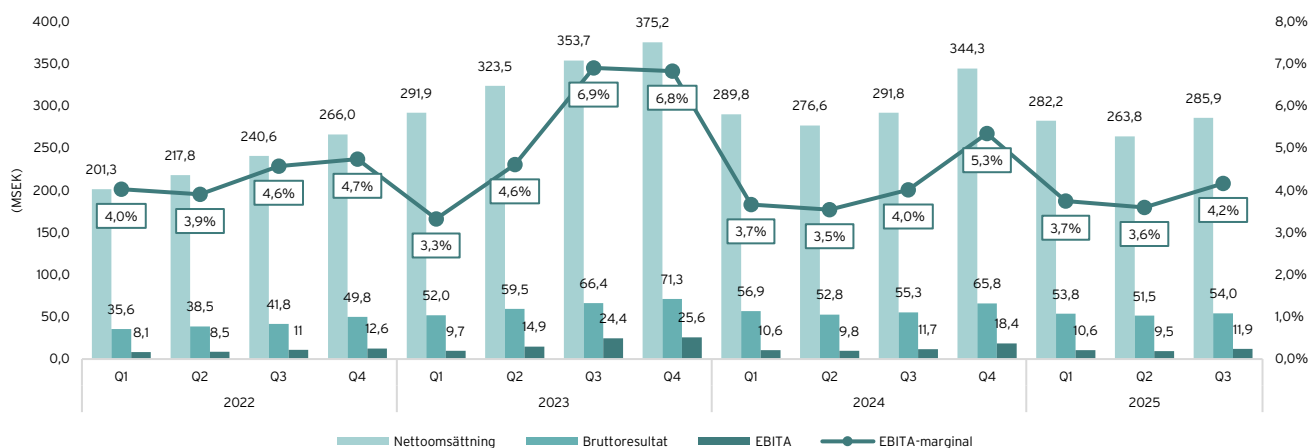
Marknaden tenderar att likställa partnermarknadsföringsplattformar med traditionella affiliate-aktörer och därmed överskatta dess exponering mot risker, vilket kan medföra att affärsmodellens strukturella styrkor och långsiktiga värdeskapande inte fullt ut återspeglas i marknadens värdering.

God lönsamhet trots svagt negativ tillväxt

Bruttoresultatet minskade med 2,4 % till 54,0 MSEK (55,3), motsvarande en bruttomarginal på 18,9 % (19,0). Minskningen förklarades helt av den svaga utvecklingen inom finansvertikalen, som minskade med 15,2 %. E-handelsvertikalen ökade med 6,8 %, drivet av en svagt positiv organisk tillväxt och bidrag från Adrecord. Vidare uppvisade vertikalen övrigt en ökning från låga nivåer. Justerat för valutaeffekter var bruttoresultatet i nivå med föregående år.

EBITA ökade med 1,8 % till 11,9 MSEK (11,7), motsvarande en EBITA-marginal om 4,2 % (4,0). Rörelsekostnaderna minskade med 3,3 % till 43,8 MSEK (45,3). Lönsamheten stärktes således trots det lägre bruttoresultatet. Justerat för engångsposter om 1 MSEK i kvartalet och 2,5 MSEK i jämförelseperioden var kostnadsbasen i stort sett oförändrad, vilket visade på fortsatt kostnadsdisciplin. Vi bedömer att detta ger bolaget en stark position för framtida marginalförbättringar i takt med att marknadsförutsättningarna normaliseras och bruttoresultatet ökar.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten var sammantaget i linje med våra förväntningar. Bruttoresultatet motsvarade prognosen, medan EBITA överträffade estimatet marginellt, främst till följd av lägre rörelsekostnader än väntat. Kvartalet visar bolagets förmåga att upprätthålla lönsamheten trots svagt negativ tillväxt, och att affärsmodellen är relevant och motståndskraftig även i en utmanande marknad. Kvartalet belyser också behovet av att återgå till tillväxt för att EBITA ska öka i större utsträckning. Vi bedömer att kvartalet var ett steg i rätt riktning och bibehåller vår tro på att Adtraction återgår till tillväxt under 2026.

Utfall vs Estimat Q3 2025

(MSEK)	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25A	Q3'25E	Diff
Nettoomsättning	291,8	344,3	282,2	263,8	285,9	282,2	3,7
% y-o-y	-17,5%	-8,2%	-2,6%	-4,6%	-2,0%	-3,3%	1,3%
Övriga rörelseintäkter	0,9	0,8	2,6	1,5	0,9	1,0	-0,1
Summa intäkter	292,7	345,1	284,8	265,3	286,8	283,2	3,6
Bruttoresultat	55,3	65,8	53,8	51,5	54,0	54,3	-0,3
Bruttomarginal	19,0%	19,1%	19,1%	19,5%	18,9%	19,2%	0,3pp
% y-o-y	-16,7%	-7,7%	-5,4%	-2,5%	-2,4%	-1,8%	-0,6%
Rörelsekostnader	-45,3	-48,4	-46,5	-44,1	-43,8	-44,6	-0,8
% y-o-y	1,4%	-1,1%	-3,8%	-2,5%	-3,3%	-1,5%	-1,8%
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
EBITA	11,7	18,4	10,6	9,5	11,9	11,5	0,4
EBITA-marginal	4,0%	5,3%	3,7%	3,6%	4,2%	4,1%	0,1pp
% y-o-y	-52,0%	-28,1%	-0,3%	-3,2%	1,8%	-1,6%	3,5%

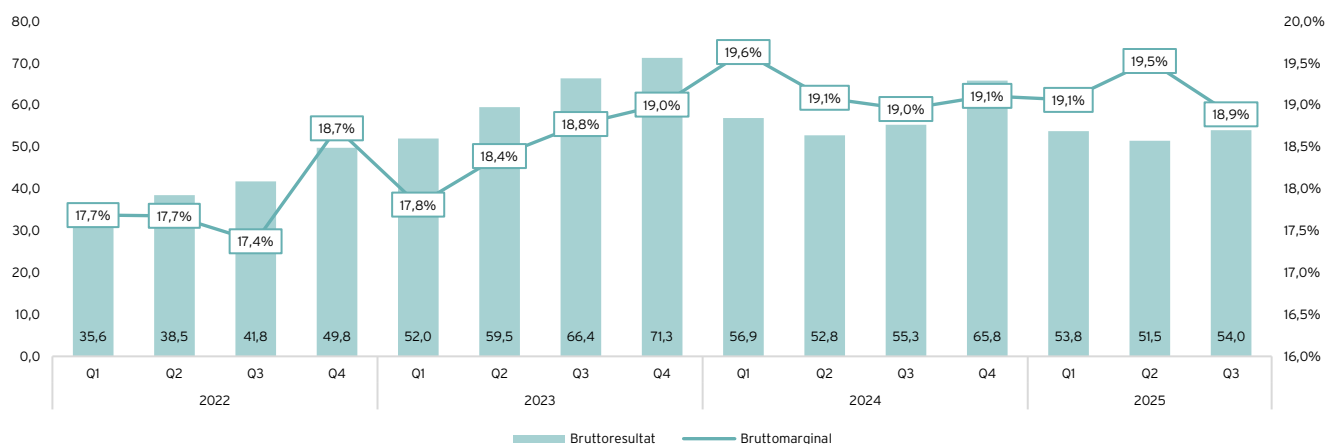
Strategiska initiativ för tillväxt och stärkt plattform

Adtraction guidar för en svagt negativ tillväxt även under Q4 och betonar fortsatt behovet av en vändning inom finansvertikalen för att återgå till tillväxt. Detta ligger i linje med tidigare kommunikation och våra förväntningar. Vi bedömer att guidningen indikerar en stabiliserad nedgång inom finansvertikalen samt fortsatt svagt positiv organisk tillväxt inom e-handel. Justerat för valutaeffekter visar bruttoresultatet att Adtraction gradvis närmar sig tillväxt, vilket vi bedömer kommer ske under 2026, drivet av en förbättrad marknadynamik och interna förbättringar som succesivt får genomslag.

Bolaget framhåller att en något starkare marknad är en förutsättning för tillväxt på kort sikt. Finansvertikalen går samtidigt in i 2026 med lägre jämförelsetal, en stabilare marknad och flera pågående initiativ som stärker konkurrenskraften på kort och lång sikt. Vi ser därför potential för att vertikalen stabiliseras under 2026 och att den positiva utvecklingen inom e-handel fortsätter. Utöver detta driver Adtraction ett flertal operativa förbättringar och strategiska initiativ som syftar till att skapa långsiktig tillväxt, vilka väntas börja ge effekt under 2026 och framåt. Dessa omfattar bland annat:

- **Uppdatering av spårning** för att få bukt på problemet med att vissa transaktioner inte registreras korrekt. Åtgärden är viktig för att påvisa rätt ROI för annonsörer samt ge korrekt ersättning till både partners och Adtraction. Implementeringen är påbörjad och effekten väntas successivt synas under 2026.
- **Implementering av Salesforce** syftar till att skapa en djupare integration mellan CRM-systemet och Adtractions plattform för att effektivisera säljprocessen och kundhanteringen. Integrationen gör det möjligt att tydligare klassificera och segmentera kunder, prioritera rätt kundgrupper samt hantera internationella samarbeten på ett mer effektivt sätt.
- **Förtydligande av tjänsteerbjudande** syftar till att erbjuda rätt servicenivå till rätt kund, vilket ska leda till bättre prissättning och göra plattformen mer skalbar (både för mindre och större kunder). Bolaget arbetar med en struktur där kunder delas in i tre nivåer (Basic, Growth och Premium) beroende på storlek, behov och servicenivå. Projekten väntas slutföras under Q4'25 och rullas ut successivt under 2026.
- **Ett mer internationellt erbjudande** handlar om att stärka Adtractions position som ett paneuropeiskt nätverk genom ökat gränsöverskridande samarbete mellan marknader. Arbetet är påbörjat och byggs ut med Salesforce-projektet och erbjudandestrukturen.
- **Lansering av ett nytt influencer-verktyg** ska stärka Adtractions erbjudande mot influencer-segmentet, stödja plattformsaffären, attrahera fler kunder och dra nytta av befintlig kundbas i Norden. Testfas väntas under 2026 med lansering i Norden först. Marknaden för Influencer-marketing är under starkt tillväxt och utmanas inte på samma sätt av AI-drivna förändringar, till skillnad från flera andra digitala kanaler.
- **Förvärvet av Affiliate Future** stärker Adtractions närvaro i Storbritannien, breddar kundbasen och skapar positiva nätverkseffekter när kunderna successivt migrerar till Adtractions plattform. Förvärvet konsolideras från november och bedöms ha begränsad resultatpåverkan på kort sikt, men skapar tillväxtpotentialer i UK och på sikt i övriga Europa. Ledningen uttrycker en ambition att genomföra fler förvärv.
- **Bundler** fortsätter att utvecklas starkt från låga nivåer och har enligt ledningen uppnått tydlig product-market fit. Bundler erbjuder ett högt kundvärde och god service samt expanderar genom fler integrationer. Den positiva utvecklingen väntas fortsätta bidra till vertikalen "övrigt".
- **Ökad marknadsandel** drivs av Adtractions fokus på att erbjuda högre servicegrad och tydligare värdeskapande för kunder och partners. Bolaget ser en strukturell förskjutning på marknaden där osäkerhet kring AI, förändringar i Googles ekosystem och nya trafikällor gör att fler varumärken söker alternativa och mer förutsägbara sätt att driva försäljning. Detta stärker på sikt argumenten för Adtraction.

Bruttoresultat och marginal, historisk utveckling



Stabilisering inom e-handelsvertikalen med positiva signaler framåt

Bruttoresultatet inom e-handelsvertikalen ökade med 6,8 % till 31,3 MSEK (29,3) och visade fortsatta tecken på stabilisering efter ett utmanande 2024. Den organiska tillväxten var svagt positiv och resterande del hänfördes till bidraget från Adrecord. Totalt visade tre av tolv marknader tillväxt, vilket indikerar en bredare marknadsåterhämtning inom vertikalen.

Enligt bolaget har utvecklingen under 2025 drivits av flera faktorer, bland annat färre avslutade konton och pausade kampanjer, förbättrad nykundsanskaffning samt mer optimistiska beslut från befintliga kunder. Den genomsnittliga provisionen per konvertering har dessutom stabiliserats, vilket tyder på en mer stabil och förutsägbar marknad. Bolaget beskriver en tydlig förändring i marknadsdynamiken, där fokus har skiftat från kostnadsreduceringar till mer långsiktiga satsningar på marknadsföring och kanalstrategier. Detta ger en mer stabil och förutsägbar marknadsmiljö jämfört med 2024, då många aktörer minskade sina marknadsbudgetar och sänkte provisionen.

Adtraction uppger att bokningstakten inför Black Friday var något trög inledningsvis, men att aktiviteten har ökat markant och att det nu ser bra momentum. Detta indikerar att den säsongsmässiga styrkan i e-handeln förblir intakt. Sammantaget indikerar utvecklingen att e-handelsvertikalen befinner sig i en fas av gradvis återhämtning, där ökad investeringsvilja och provisioner samt en mer normaliserad marknad efter en svagare period lägger grunden för fortsatt tillväxt under 2026.

Negativ tillväxt för Adrecord tynger vertikalen kortsiktigt

Enligt Adtraction uppvisade Adrecord negativ tillväxt under kvartalet, vilket beror på att Adtraction medvetet valde att inte migrera mindre och olönsamma kunder efter förvärvet. Dessa kunder erbjöds att betala en plattformavgift eller avsluta samarbetet, vilket ledde till ett något högre kundbortfall än väntat. Åtgärden var dock strategisk och syftar till att stärka lönsamheten. Vertikalen uppvisar trots detta både organisk och förvärvad tillväxt. Vi tolkar informationen som att den organiska tillväxten var något högre än tidigare kvartal, vilket vi betraktar som ett styrketecken.

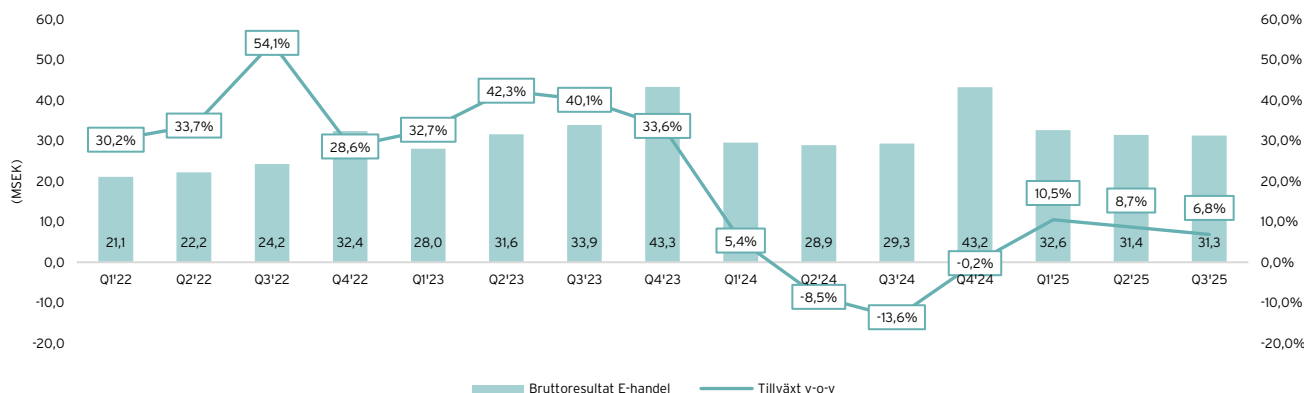
Förvärv av Affiliate Future stärker marknadspositionen

I oktober offentliggjorde Adtraction förvärvet av det brittiska nätverket Affiliate Future, som konsolideras från november 2025. Transaktionen genomfördes på tre månader, vilket visar bolagets förmåga att effektivt genomföra M&A-processer. Affiliate Future grundades 1999, har 14 anställda och driver en plattform med fokus på e-handel, särskilt inom resesegmentet. Nätverket har cirka 200 annonsörer och 3 000 partners, varav ingen kundöverlappning med Adtraction.

Förvärvet är av strategisk betydelse för den europeiska närvaron, tillför ett erfaret team med sektorexpertis samt nya varumärken och partners. Adtraction menar att Affiliate Future plattform är underinvesterad, vilket beror på att nätverket inte har prioriterats av tidigare ägare. Adtraction ser därför goda möjligheter att växa affären på sikt genom tillgång till Adtractions plattform och processer. Migreringen till Adtractions plattform väntas inledas under Q1'26 och skapa positiva nätverkseffekter, även om viss kundchurn kan förekomma.

Affiliate Future har en årlig omsättning på omkring 60 MSEK och en bruttomarginal på knappt 20 %. Köpeskillingen uppgår till cirka 15 MSEK, vilket är något högre än bolagets tidigare multiplar men motiveras av den strategiska betydelsen och potentialen för lönsamhet på sikt. På kort sikt väntas förvärvet ha en neutral effekt på koncernens resultat, men successivt bidra positivt till både tillväxt och marginaler. Därtill stärker förvärvet Adtractions närvaro på den strategiskt viktiga brittiska marknaden och långsiktiga expansionsstrategi i Europa, vilket vi kommer återkomma till längre ned i analysen.

Bruttoresultat e-handel, historisk utveckling



Fortsatt svag marknad men tecken på stabilisering inom finansvertikalen

Bruttoresultatet inom finansvertikalen minskade med 15,2 % till 21,7 MSEK (25,6). Vertikalen fortsatte därmed att utvecklas svagt, drivet av låg konsumentefterfrågan på krediter och fortsatt restriktiv kreditgivning från långgivare, vilket har haft en negativ effekt på volymer och provisionsnivåer. Tre mindre marknaden uppvisade tillväxt och den samlade nedgångstakten avtog, vilket indikerar att botten i marknaden kan vara passerad. Vertikalen väntas förbli svag under Q4, men den avtagande nedgången och enklare jämförelsetal skapar förutsättningar för en gradvis stabilisering under 2026.

I Sverige noterades tillväxt i september trots den omfattande reglering som infördes i april. Enligt Adtraction har den svenska marknaden visat sekventiell tillväxt varje månad sedan dess. Regleringen fick initialt större effekt än väntat, men utvecklingen har därefter successivt förbättrats. Under 2026 införs ytterligare en reglering som kräver att konsumentkreditinstitut innehar banklicens, vilket skapar viss kortsiktig osäkerhet. Adtraction bedömer dock att de större aktörerna kommer att ansöka om licens, vilket på sikt väntas leda till en mer koncentrerad men stabilare marknad.

Adtraction presterade samtidigt svagare än marknaden på vissa håll, bland annat i Spanien, där konkurrensen ökat kraftigt till följd av en oreglerad marknad där nya förmedlare etablerat sig och skapat ett mer fragmenterat ekosystem. Detta har temporärt påverkat Adtractions marknadsposition, men bolaget arbetar nu aktivt för att återta volym genom närmare relationer med kreditgivare och ett tydligare mervärdeerbjudande till partners. Adtraction förväntar sig att marknaden i Spanien successivt kommer stramas åt, vilket på sikt kommer gynna etablerade aktörer som Adtraction.

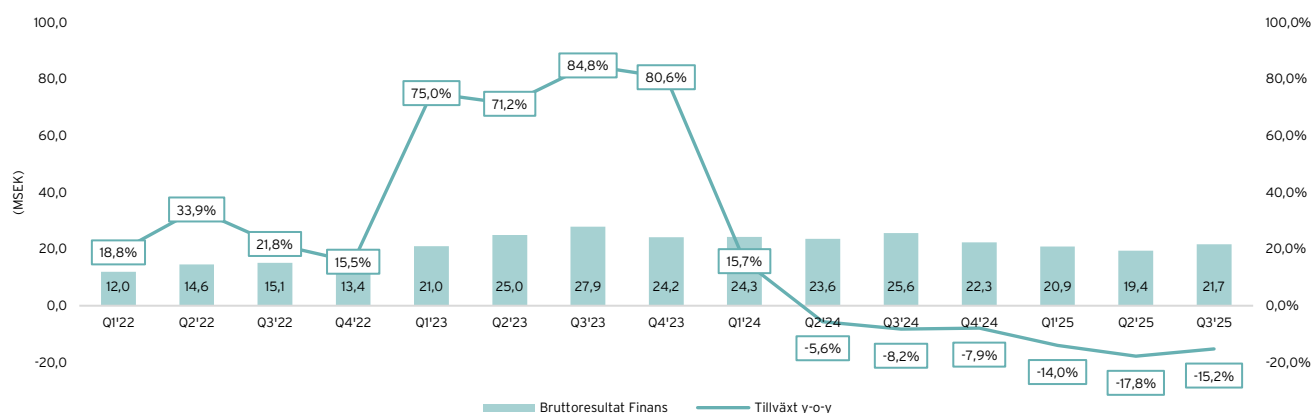
I Norge påverkades utvecklingen negativt av tuffa jämförelsetal samt en låg aktivitet inom kreditgivning. Marknaden i Finland visade tydliga tecken på återhämtning efter flera år av regleringar och i Polen visade Adtraction tillväxt efter att tidigare påverkats av en kraftig reglering. Den tyska marknaden beskrivs som mer nischad och volatil, med fokus på ett begränsat segment av lån där enskilda kunders beslut får stort genomslag. Tyskland är dock fortsatt en lönsam och viktig marknad.

Sammantaget visar flera av de olika marknaderna en gradvis förbättring där nedgångstakten i vertikalen har avtagit. Utvecklingen visar på Adtractions förmåga att anpassa sig till nya förutsättningar. Bolaget fortsätter även att genomföra initiativ för att stärka konkurrenskraften. Lägre jämförelsetal, ett förbättrat ränteläge, stabilisering i Sverige samt tillväxt på mindre marknader skapar förutsättningar för en stabilisering under 2026.

Långsiktig potential i en tillfälligt svag marknad

Vi bedömer att de långsiktiga drivkrafterna på marknaden är oförändrade och att det strukturella behovet av partnermarknadsföring kvarstår. Efterfrågan på krediter är strukturellt hög, och Adtraction har en ledande position i Norden med ett väl etablerat nätverk av annonsörer och partners. Bolaget nyttjar den nuvarande marknadssvagheten till att utveckla sitt erbjudande och stärka konkurrenskraften inför kommande marknadsåterhämtning. Vi bedömer att den rådande svackan är temporär och att Adtraction kommer dra nytta av ett förbättrat marknadsklimat när efterfrågan på krediter ökar igen.

Bruttoresultat finans, historisk utveckling



Norden fortsatt viktigaste marknaden - Europa nästa tillväxtben

Bruttoresultatet i Norden ökade med 2,0 % till 41,8 MSEK (41,0), vilket var ett positivt trendskifte. Norden är fortsatt kärnan i Adtractions verksamhet och den marknad där bolaget har starkast marknadsposition och nätverkseffekter. Utvecklingen drevs främst av en stabil tillväxt inom e-handelsvertikalen och en förbättring i Sverige inom finansvertikalen.

Bruttoresultatet i övriga Europa minskade med 14,7 % till 12,2 MSEK (14,3). Den svagare utvecklingen förklaras främst av finansvertikalen, som haft en utmanande marknad i flera länder, särskilt i Spanien och Tyskland. I marknader som Frankrike och Italien befinner sig Adtraction fortfarande i en tidig expansionsfas. Verksamheten har ännu inte nått lönsamhet, men bolaget ser långsiktig potential i takt med att etableringen fortskrider och nätverkseffekterna ökar. Adtraction är lönsamt i samtliga övriga marknader, vilket visar affärsmodellens skalbarhet.

Sammantaget utgör Norden en stabil och lönsam bas, medan övriga Europa erbjuder den största strukturella tillväxtpotentialen. Kortsiktiga utmaningar inom finans kan fortsätta hämma tillväxten i Europa, men den långsiktiga potentialen är betydande, särskilt inom e-handel. Vi ser därför positivt på förvärvet av Affiliate Future och bolagets ambition att fortsätta konsolidera branschen i Europa. Vi bedömer att Adtraction på sikt har goda förutsättningar att successivt öka sin marknadsandel i Europa genom pågående operativa och strategiska initiativ samt kompletterande förvärv.

Övriga Europa utgör den största tillväxtmöjligheten

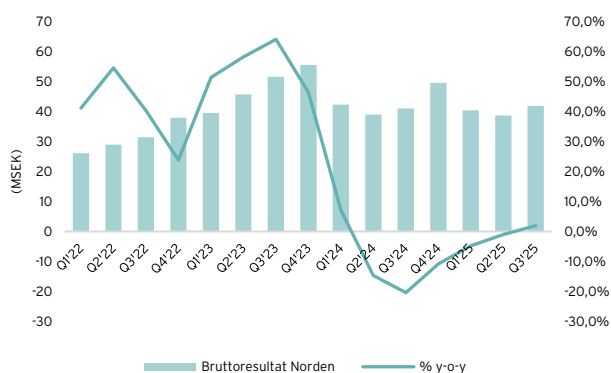
Adtractions målsättning är att etablera bolaget som den ledande utmanaren till marknadsledaren Awin i Europa, och för att nå dit krävs en aktiv roll i den pågående konsolideringen av marknaden. Adtraction har en bevisad förmåga att framgångsrikt integrera förvärv, skapa nätverkseffekter och uppnå skalfördelar. Vi bedömer att förvärv är ett effektivt verktyg för att stärka marknadspositionen i Europa.

Parallellt med förvärvet av Affiliate Future pågår flera strategiska och operativa initiativ för att etablera ett mer internationellt och skalbart erbjudande. Initiativen ska stärka Adtractions förmåga att arbeta gränsöverskridande, effektivisera försäljningsprocesser och öka attraktionskraften hos större kunder.

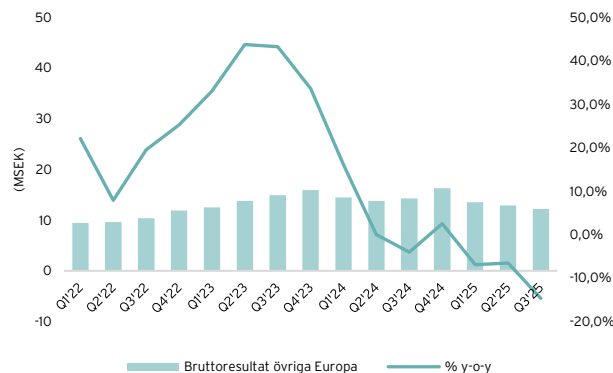
Affiliate future stärker positionen i Europa

Förvärvet av Affiliate Future stärker Adtractions närvaro på den strategiskt viktiga brittiska marknaden, där bolaget varit etablerat sedan 2019 och redan bedriver lönsam verksamhet. Storbritannien är Europas största och mest mogna marknad för partnermarknadsföring, där mycket av innovationen och standardiseringen inom branschen sker. Adtraction får nu en starkare närvaro i regionen, vilket kommer förbättra bolagets möjligheter att delta i paneuropeiska upphandlingar och agera som en naturlig partner för internationella kunder med bred geografisk närvaro. Förvärvet stärker bolagets långsiktiga expansionsstrategi i Europa, där ledningen även uttryckt en ambition att genomföra fler kompletterande förvärv framöver.

Bruttoresultat Norden, kvartal



Bruttoresultat övriga Europa, kvartal



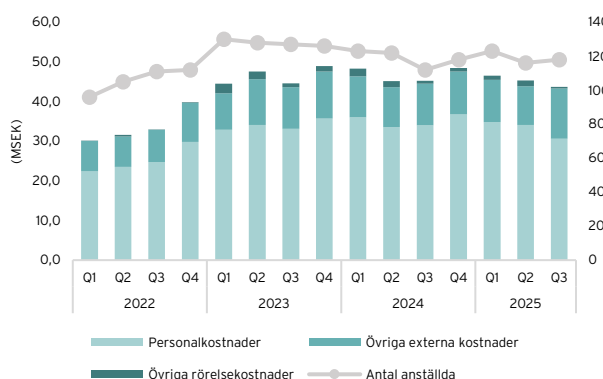
Stabil kostnadsbas

Rörelsekostnaderna minskade med 3,3 % till 43,8 MSEK (45,3), främst till följd av lägre personalkostnader, trots att antalet anställda ökade till 118 (112). Adtraction hade engångskostnader på cirka 1 MSEK relaterade till externa tjänster under kvartalet, att jämföra med 2,5 MSEK i jämförelsekvartalet som huvudsakligen var personalrelaterade. Justerat för dessa poster var kostnadsbasen i stort sett oförändrad, vilket visade på fortsatt kostnadsdisciplin. Personalkostnaderna uppgick till 30,6 MSEK (34,0).

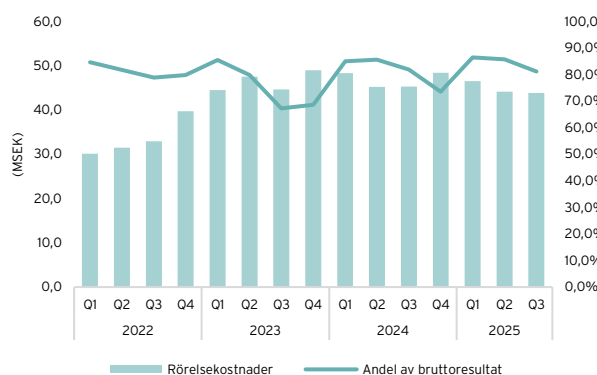
Övriga externa kostnader ökade från 10,5 till 12,7 MSEK, vilket bland annat förklaras av bolagets årliga personal- och kundkonferens som återkommer varje höst och påverkar kostnaderna med cirka 2 MSEK. Därtill redovisas vissa personalkostnader under externa kostnader av kontraktsmässiga skäl, vilket förklarar den högre posten. Adtraction bedömer att kostnadsposten är stabil och uthållig inför kommande kvartal.

I Q4 väntas rörelsekostnaderna öka något till följd av konsolideringen av Affiliate Future, som tillför 14 nya medarbetare. Förvärvet bedöms öka kostnadsbasen med omkring 2-3 MSEK per kvartal. Sammantaget har Adtraction en skalbar kostnadsstruktur och ett disciplinerat kostnadsfokus, vilket möjliggör bibehållen lönsamhet även med svagt negativ tillväxt.

Rörelsekostnader exklusive avskrivningar



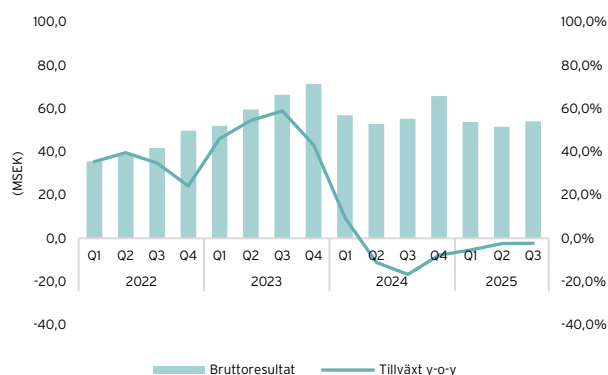
Andel av bruttoresultat



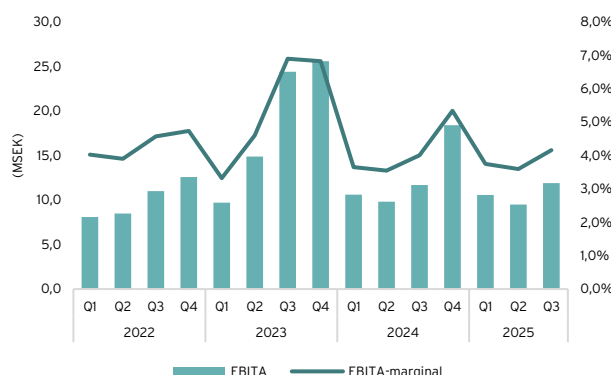
Oförändrad EBITA

EBITA ökade med 1,8 % till 11,9 MSEK (11,7), motsvarande en EBITA-marginal om 4,2 % (4,0). Kostnadsutvecklingen bidrog till bibehållen lönsamhet, även i ett kvartal med svagt negativ tillväxt i bruttoresultatet. Vi ser fortsatt tillväxt i bruttoresultat som den viktigaste drivkraften för en förbättrad lönsamhet. Adtraction har en skalbar affärsmodell med hög operationell hävstång, vilket innebär att tillväxt i bruttoresultatet får ett tydligt genomslag på EBITA och kassaflöde.

Bruttoresultat



EBITA och EBITA-marginal



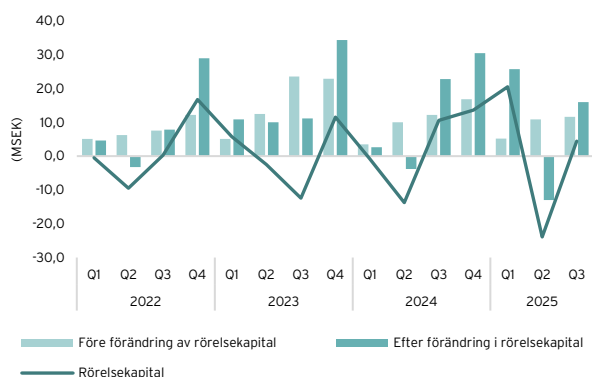
Stark finansiell ställning och hög kassakonverteringsgrad

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 11,6 MSEK (12,2). Kassaflödet från förändringar i rörelsekapital uppgick till 4,4 MSEK (10,6), vilket innebär att kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändring av rörelsekapital uppgick till 16,0 MSEK (22,8).

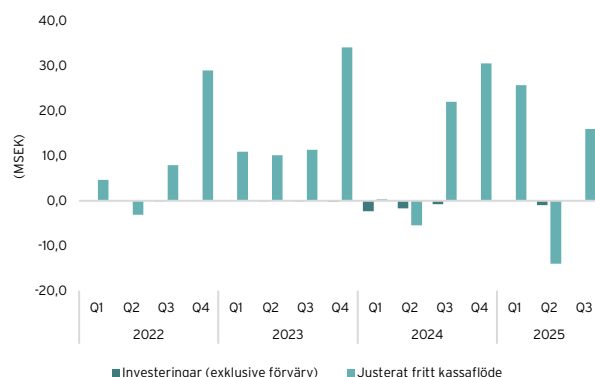
Under de senaste kvartalen har Adtraction genomfört flera initiativ för att optimera rörelsekapitalet, bland annat genom effektivare faktureringsrutiner. Bolaget bedömer att rörelsekapitalet kommer att ligga på en mer normal nivå i relation till nettoomsättningen framöver.

Det fria kassaflödet uppgick till 15,7 MSEK (22,0), i linje med det operativa kassaflödet. Periodens kassaflöde uppgick därmed till 15,7 MSEK (22,0) och kassan till 115,1 MSEK (114,8) vid kvartalets utgång. Adtraction fortsatte uppvisa god kassagenerering och hög kassakonverteringsgrad.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde



Adtraction har en stark balansräkning utan räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 115,1 MSEK vid kvartalets utgång. Under nästa kvartal väntas köpeskillingen för Affiliate Future om cirka 15 MSEK betalas ut, vilket har en begränsad påverkan på den finansiella ställningen. Q4 är det säsongsmässigt starkaste kvartalet för kassaflödet.

Den starka kassapositionen och Adtractions höga kassaflödesgenerering gör att bolaget har god kapacitet att finansiera nya strategiska förvärv och fortsätta dela ut kapital till aktieägarna över tid.

Vi bedömer att Adtractions finansiella flexibilitet är en stor styrka, som skapar förutsättningar för värdeskapande förvärv till attraktiva multiplar och bidrar till att minska risken i ett mer volatilt marknadsklimat.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
32,7 % (153,7 MSEK)	0,5 % (2,5 MSEK)	48,8 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
24,5 % (115,1 MSEK)	0,0 MSEK	115,1 MSEK

Outlook

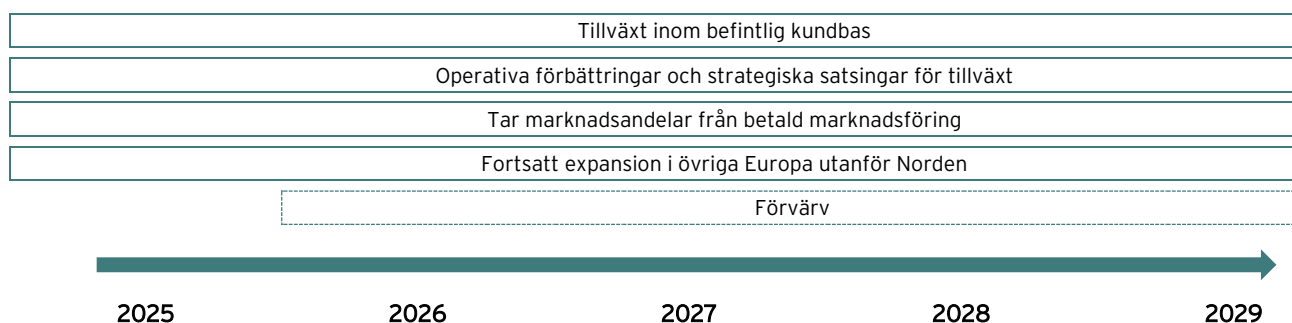
Tillväxt drivare

Vi bedömer att den främsta tillväxt drivaren på kort sikt är ökad aktivitet inom befintlig kundbas, i takt med att efterfrågan återhämtar sig inom framför allt finansvertikalen och e-handelsvertikalen fortsätter visa tillväxt. Därutöver väntas operativa förbättringar och strategiska satsningar succesivt få genomslag. Vi bedömer att Adtraction kommer återgå till tillväxt under 2026, drivet av förbättrade marknadsförhållanden och pågående förbättringsinitiativ.

På medellång sikt ser vi övriga Europa som den största strukturella tillväxtpotentialen, där bolaget nu lägger grunden för vidare expansion genom förvärvet av Affiliate Future i Storbritannien. Förvärvet väntas skapa positiva nätverkseffekter när kunder och partners migrerar till Adtractions plattform. Därtill finns betydande potential i marknader där Adtraction redan har närvaro men ännu inte nått full kommersiell mognad.

Utöver organisk expansion finns även fortsatt potential i marknadskonsolidering. Adtraction har en bevisad förmåga att identifiera, genomföra och integrera förvärv som stärker nätverkseffekterna och bidrar till skalbarhet. Bolagets finansiella ställning och kassagenereringen ger betydande handlingsutrymme att fortsätta förvärva kompletterande aktörer i Europa.

Tillväxt drivare i Adtraction

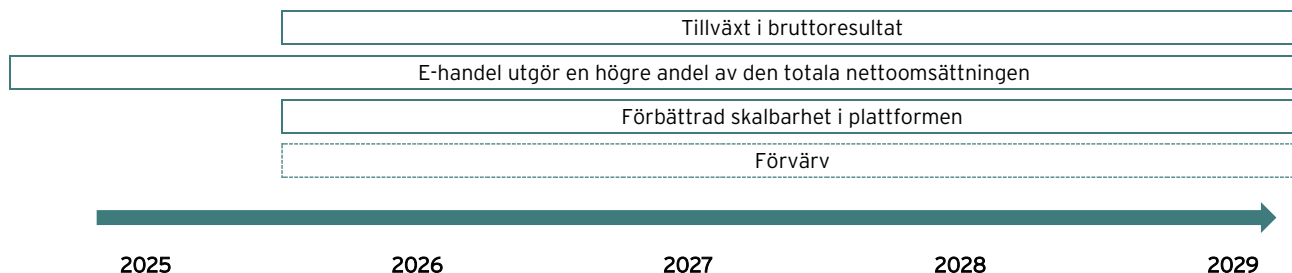


Marginal drivare

Adtraction har en skalbar affärsmodell med hög operationell hävstång, vilket innebär att tillväxt i bruttoresultatet får ett tydligt genomslag på EBITA och kassaflöde. Denna struktur skapar goda förutsättningar för långsiktig marginalexpansion i takt med att volymerna ökar.

E-handelsvertikalen är den snabbast växande vertikalen och uppvisar högre bruttomarginal än finansvertikalen. En fortsatt förskjutning mot e-handel väntas därför bidra positivt till lönsamhetsutvecklingen på sikt. Därtill kan framtida förvärv stärka marginalen långsiktigt, då rörelsekostnadernas andel av bruttoresultatet har potential att minska när integrationen till Adtractions plattform är slutförd.

Marginal drivare i Adtraction



Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	436,8
Aktiekurs (SEK)	26,3	Nettokassa (MSEK)	115,1
		EV (MSEK)	321,7

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1176,2 MSEK	EV/S	0,3
Bruttoresultat	225,1 MSEK	EV/GP	1,4
EBITA	50,4 MSEK	EV/EBITA	6,3

Källa: Börsdata

Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITA-marginal	Soliditet	Kassa
19,1 %	4,3 %	48,8 %	24,5 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
5,0 %	3,0 %	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

Källa: Börsdata

Estimat för 2025

Adtraction guidar för en svagt negativ tillväxt även under Q4 och betonar fortsatt behovet av en vändning inom finansvertikalen för att återgå till tillväxt. Detta är i linje med tidigare kommunikation och våra förväntningar. Vi bedömer att guidningen indikerar att nedgångstakten inom finansvertikalen har avtagit (dock fortsatt svag utveckling procentuellt) och att e-handelsvertikalen fortsätter uppvisa svagt positiv organisk.

Vidare räknar vi med fortsatt positiv utveckling inom vertikalen övrigt, samt ett marginellt bidrag från Affiliate Future, som konsolideras från november och väntas bidra till både bruttoreultat och högre rörelsekostnader. Sammantaget ligger våra estimat i linje med bolagets utsikter, där fokus under Q4 är på att fortsätta stabilisera verksamheten och upprätthålla god lönsamhet samt starka kassaflöden.

Estimat för 2025

<i>(MSEK)</i>	Q1A	Q2A	Q3A	Q4E	2025E
Nettoomsättning	282,2	263,8	285,9	338,7	1170,6
<i>% y-o-y</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-2,7%</i>
Övriga rörelseintäkter	2,6	1,5	0,9	0,8	5,8
Summa intäkter	284,8	265,3	286,8	339,5	1176,4
Bruttoreultat	53,8	51,5	54,0	65,1	224,4
Bruttomarginal	19,1%	19,5%	18,9%	19,2%	19,2%
<i>% y-o-y</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-2,8%</i>
Rörelsekostnader	-46,5	-44,1	-43,8	-49,4	-183,7
<i>% y-o-y</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-1,8%</i>
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7
EBITA	10,6	9,5	11,9	17,4	49,3
EBITA-marginal	3,7%	3,6%	4,2%	5,1%	4,2%
<i>% y-o-y</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-5,6%</i>	<i>-2,3%</i>

Estimat fram till 2026

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Nettoomsättning	925,7	1 344,3	1 202,5	1 170,6	1 317,0
% y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-2,7%	12,5%
Övriga intäkter	2,7	5,7	4,3	5,8	6,0
Summa intäkter	928,4	1 350,1	1 206,8	1 176,4	1 323,0
EV/S	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Bruttoresultat	165,7	249,2	230,8	224,4	252,0
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,1%
% y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	-2,8%	12,3%
Rörelsekostnader	-134,2	-185,5	-187,2	-183,7	-200,9
% y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-1,8%	9,4%
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
EBITA	40,2	74,6	50,5	49,3	61,7
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,2%	4,7%
% y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	-2,3%	25,1%
EV/EBITA	8,0	4,3	6,4	6,5	5,2

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, styrkan 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)
2026E	12	61,7	855,5	51,5
Säkerhetsmarginal (30%)	12	43,2	633,4	38,1

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

Potentiell avkastning

	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,96	95,9%	75,1%	1,45	45,0%	36,3%

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

Känslighetsanalys

EBITA	Huvudscenariot 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
7	547,0	32,9	25,2%	417,4	25,1	-4,4%
8	608,7	36,7	39,4%	460,6	27,7	5,5%
9	670,4	40,4	53,5%	503,8	30,3	15,3%
10	732,1	44,1	67,6%	547,0	32,9	25,2%
11	793,8	47,8	81,7%	590,2	35,5	35,1%
12	855,5	51,5	95,9%	633,4	38,1	45,0%
13	917,2	55,2	110,0%	676,6	40,7	54,9%
14	978,9	58,9	124,1%	719,8	43,3	64,8%
15	1 040,6	62,7	138,3%	763,0	45,9	74,7%
16	1 102,3	66,4	152,4%	806,1	48,5	84,6%
17	1 164,0	70,1	166,5%	849,3	51,1	94,5%

Källor

1. <https://storage.mfn.se/ae5a9df-5f1d-4f44-9d06-5183c5518d90/delarsrapport-q3-2025.pdf>

2.

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