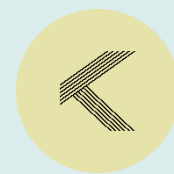


Adtraction Group

Rapportkommentar Q4'25



2026-02-23

Adtraction redovisade ökad nettoomsättning och EBITA i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 355,2 MSEK (344,3), en tillväxt på 3,2 %. Bruttoresultatet uppgick till 68,9 MSEK (65,8), med en bruttomarginal på 19,4 % (19,1). EBITA uppgick till 21,7 MSEK (18,4), motsvarande en EBITA-marginal om 6,1 % (5,3). Periodens kassaflöde uppgick till 9,6 MSEK (-7,9) och kassan uppgick till 123,5 MSEK (107,1) vid kvartalets utgång.

Tillväxt i bruttoresultatet med tydlig hävstång i lönsamheten

Bruttoresultatet ökade med 4,7 % till 68,9 MSEK (65,8), vilket innebar att Adtraction återvände till tillväxt efter flera kvartal med svagare utveckling. Utvecklingen drevs främst av e-handelsvertikalen, som ökade med 7,4 %, genom en kombination av svagt positiv organisk tillväxt och bidrag från Affiliate Future. Finansvertikalen minskade med 5,1 %, fortsatt påverkat av en svag marknad, särskilt i Spanien. Nedgångstakten avtog dock i styrka och vissa länder uppvisade tillväxt. Vertikalen övrigt ökade med 345 % från låga nivåer, huvudsakligen drivet av Bundler, och bidrog därmed positivt till utvecklingen. EBITA ökade med 18,0 % till 21,7 MSEK (18,4), motsvarande en EBITA-marginal om 6,1 % (5,3). Utfallet belyser den operationella hävstången i affärsmodellen, där även en relativt begränsad ökning i bruttoresultatet får ett tydligt genomslag på lönsamheten.

Strategiska initiativ stärker tillväxtutsikterna inför 2026

Adtraction uppger att inledningen av 2026 visar fortsatt tillväxt i bruttoresultatet, i linje med utvecklingen under Q4. E-handelsvertikalen beskrivs som stabil med positivt momentum. Inom finans kvarstår osäkerheten, men nedgångstakten har avtagit och vissa marknader visar en förbättrad trend. Vertikalen övrigt kompenserade nästintill för tappet inom finans under kvartalet och Adtraction bedömer att Bundler kan fortsätta leverera hög tillväxt även under 2026 och framåt. Det indikerar att Bundler kan mildra effekterna av en fortsatt svag finansmarknad. Parallellt driver Adtraction flera operativa initiativ för att öka skalbarheten och stärka tillväxtförutsättningarna. Implementeringen av den uppdaterade spåringslösningen är exempelvis påbörjad med initial effekt. Kostnadsbasen beskrivs som stabil och fokus ligger fortsatt på operativ hävstång, vilket skapar förutsättningar för att fortsatt tillväxt i bruttoresultat ska få ett tydligt genomslag på EBITA även framåt.

Outlook

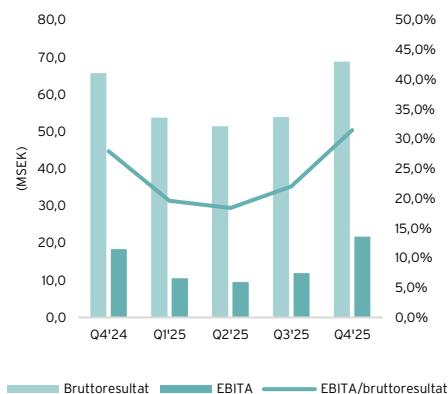
Kvartalet överträffade våra förväntningar och var ett tydligt steg i rätt riktning med tillväxt i bruttoresultatet och en förbättrad EBITA-marginal. Kvartalet var ett tydligt kvitto på att den operativa hävstången fungerar i praktiken och att även en mindre ökning i bruttoresultatet gav starkt genomslag på lönsamheten, vilket stärker förtroendet för affärsmodellen. Vi bedömer att fortsatt tillväxt i bruttoresultatet är den enskilt viktigaste drivaren för lönsamhetsförbättring framåt. Bolaget går nu in i 2026 med flera parallella tillväxtinitiativ som kan förstärka effekten av den operativa hävstången. Aktien handlas till 7,3x EV/EBITA R12, trots uppgången på rapportdagen. Givet förväntad återgång till tillväxt under 2026 bedömer vi att multiplern är för låg i relation till bolagets intjäningsförmåga. Vårt motiverade värde för 2026E uppgår till 53,4 SEK per aktie, en uppsida om 72,2 %.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Nettoomsättning	925,7	1344,3	1202,5	1187,1	1275,4
Tillväxt y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-1,3%	7,4%
Bruttoresultat	165,7	249,2	230,8	228,2	244,9
Tillväxt y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	-1,1%	7,3%
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,2%
EV/GP	2,4	1,6	1,7	1,7	1,6
Rörelsekostnader	-134,2	-185,5	-187,2	-183,3	-190,4
Tillväxt y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-2,1%	3,9%
Materiella avskriv.	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
EBITA	40,2	74,6	50,5	53,7	63,6
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,5%	5,0%
Tillväxt y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	6,3%	18,5%
EV/EBITA	9,7	5,2	7,7	7,3	6,2

Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	31,0
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	514,8
Nettokassa (MSEK)	123,5
EV (MSEK)	391,3
Insiderägande	40,5%
Nästa rapport	2026-04-23

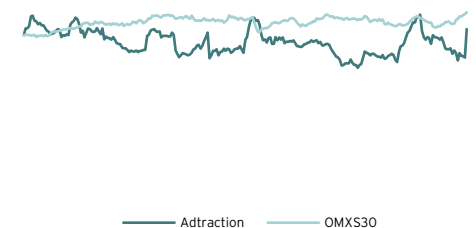
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	0,0	+18,3	-1,0

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 öka bruttoreultatet över tid, drivet av tillväxt inom den befintliga kundbasen, ökade marknadsandelar i Europa samt en strukturell trend där prestationsbaserad marknadsföring tar andelar från traditionell digital annonsering. Därtill kan strategiska förvärv bidra till att accelerera tillväxten ytterligare.

2. Stark balansräkning och hög kassakonvertering

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

3. Marknadsledande position i Norden med starka nätverkseffekter

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

4. Strukturell tillväxt i en digitalt driven marknad

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

5. Ökade inträdesbarriärer stärker konkurrensfördelen

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

6. Låg värdering trots framtida tillväxtutsikter

Adtraction handlas till en låg värdering i relation till bolagets historik, finansiella ställning och framtida tillväxtmöjligheter. Enligt våra estimat för 2026E uppgår värderingen till cirka 6,2x 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 ersättning och tillfälligt pausade kampanjer kan dämpa den kortsiktiga tillväxttakten.

4. Osäkerhet kopplad till AI-utvecklingen

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

5. Felaktig uppfattning om affärsmodellen

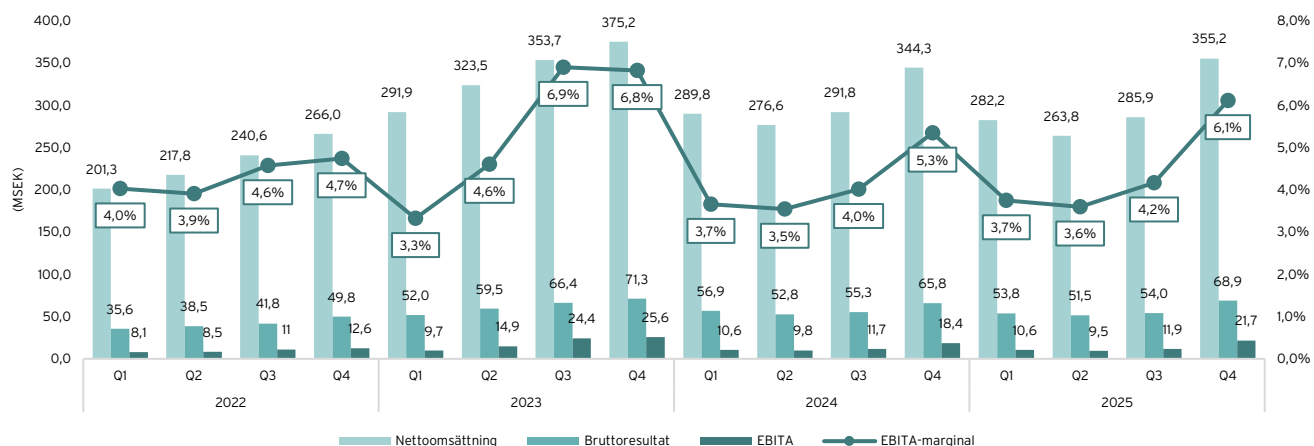
Marknaden tenderar att likställa partnermarknadsföringsplattformar med traditionella affiliate-aktörer och därmed överskatta dess exponering mot risker, vilket kan medföra att affärsmodellens strukturella styrkor och långsiktiga värdeskapande inte fullt ut återspeglas i marknadens värdering.

Tillväxt i bruttoresultatet med tydlig marginalexpansion

Bruttoresultatet ökade med 4,7 % till 68,9 MSEK (65,8), motsvarande en bruttomarginal på 19,4 % (19,1). Justerat för valutaeffekter uppgick tillväxten till 8 %. Den underliggande utvecklingen var därmed starkare än den rapporterade. Tillväxten drevs främst av e-handelsvertikalen, som ökade med 7,4 % genom kombination av svagt positiv organisk tillväxt och bidrag från Affiliate Future. Finansvertikalen minskade med 5,1 %, fortsatt påverkat av en svag marknad, särskilt i Spanien. Nedgångstakten avtog dock i styrka och flera marknader visade en förbättrad trend. Vertikalen övrigt ökade med 345 % från låga nivåer, huvudsakligen drivet av Bundler, och bidrog positivt till utvecklingen.

EBITA ökade med 18,0 % till 21,7 MSEK (18,4), motsvarande en EBITA-marginal om 6,1 % (5,3). Rörelsekostnaderna ökade med 1,1 % till 48,9 MSEK (48,4), varav cirka 1,5 MSEK hänfördes till Affiliate Future. Justerat för detta minskade den underliggande kostnadsbasen. Kvartalet visar den operationella hävstången i affärsmodellen, där även en relativt begränsad ökning i bruttoresultatet får ett tydligt genomslag på lönsamheten.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten var starkare än våra förväntningar. Bruttoresultatet överträffade prognosen och bruttomarginalen kom in något högre än estimerat. Även EBITA utvecklades bättre än väntat, främst till följd av ett starkare bruttoresultat och god kostnadskontroll. Rörelsekostnaderna var något lägre än våra estimat, vilket förstärkte den operationella hävstången i kvartalet. Kvartalet stärker vår bedömning om att bolaget är på väg in i en mer stabil fas, med förbättrade förutsättningar för återgång till tillväxt under 2026.

Utfall vs Estimat Q4 2025

(MSEK)	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25A	Q4'25E	Diff
Nettoomsättning	344,3	282,2	263,8	285,9	355,2	338,7	+4,9%
% y-o-y	-8,2%	-2,6%	-4,6%	-2,0%	3,2%	-1,6%	+4,8pp
Övriga rörelseintäkter	0,8	2,6	1,5	0,9	1,1	0,8	+37,5%
Summa intäkter	345,1	284,8	265,3	286,8	356,2	339,5	+4,9%
Bruttoresultat	65,8	53,8	51,5	54,0	68,9	65,1	-5,8%
Bruttomarginal	19,1%	19,1%	19,5%	18,9%	19,4%	19,2%	+0,2pp
% y-o-y	-7,7%	-5,4%	-2,5%	-2,4%	4,7%	-1,0%	+5,7pp
Rörelsekostnader	-48,4	-46,5	-44,1	-43,8	-48,9	-49,4	-1,0%
% y-o-y	-1,1%	-3,8%	-2,5%	-3,3%	1,1%	2,1%	-1,0pp
Materiella avskrivningar	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0%
EBITA	18,4	10,6	9,5	11,9	21,7	17,4	+24,7%
EBITA-marginal	5,3%	3,7%	3,6%	4,2%	6,1%	5,1%	+1,0pp
% y-o-y	-28,1%	-0,3%	-3,2%	1,8%	18,0%	-5,6%	+23,6pp

Strategiska initiativ stärker tillväxtutsikterna inför 2026

Adtraction uppger att inledningen av 2026 visar fortsatt tillväxt i bruttoreultatet, i linje med utvecklingen under Q4. E-handelsvertikalen beskrivs som stabil med positivt momentum. Inom finans kvarstår osäkerheten, men nedgångstakten har avtagit och vissa marknader uppvisar en mer konstruktiv trend än tidigare. Vertikalen övrigt kompenserade nästintill för tappet inom finans under kvartalet. Adtraction bedömer att Bundler kan fortsätta leverera hög tillväxt även under 2026 och framåt. Det indikerar att Bundler även framgent kan mildra effekterna av en fortsatt potentiellt svag finansmarknad. Sammantaget stärker detta förutsättningarna för fortsatt tillväxt under 2026.

Parallellt genomför Adtraction flera initiativ för att öka skalbarheten och stärka tillväxtförutsättningarna. Uppdateringen av bolagets spårningslösning syftar till att minska problemet med att vissa transaktioner inte registreras korrekt. Salesforce effektiviserar sälj- och kundprocesser och den nya erbjudandestrukturen möjliggör bättre segmentering och skalbarhet. Dessa ska även öka det gränsöverskridande samarbetet mellan marknader. Bolaget lanserar också ett nytt influencer-verktyg för att stärka erbjudandet inom influencer-segmentet, där Adtraction redan är starka i Norden. Vi ser 2026 som ett år där flera initiativ kan börja samverka och förstärka den operativa hävstången.

- **Uppdatering av spårning:** Bolaget har uppdaterat sin spårningslösning för att säkerställa att transaktioner registreras korrekt. Åtgärden är viktig för att påvisa rätt ROI för annonsörer samt säkerställa rätt ersättning till både partners och Adtraction. Implementeringen är påbörjad och effekten är initialt begränsad, men väntas öka successivt under 2026.

- **Implementering av Salesforce:** Syftar till att skapa en djupare integration mellan CRM-systemet och Adtractions plattform för att effektivisera sälj- och kundprocesser. Integrationen möjliggör tydligare segmentering och prioritering av kunder samt mer effektiv hantering av internationella samarbeten.

- **Förtydligande av tjänsteerbjudande:** Bolaget anpassar sitt tjänsteerbjudande för att erbjuda rätt servicenivå med kundens storlek och behov, vilket ska möjliggöra bättre prissättning och ökad skalbarhet. Kunder segmenteras i tre nivåer, Basic, Growth och Premium, baserat på omfattning och kravbild. Projekten väntas 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. Initiativet stöds av implementeringen av Salesforce och den nya erbjudandestrukturen, vilket möjliggör effektivare hantering av internationella kunder och samarbeten.

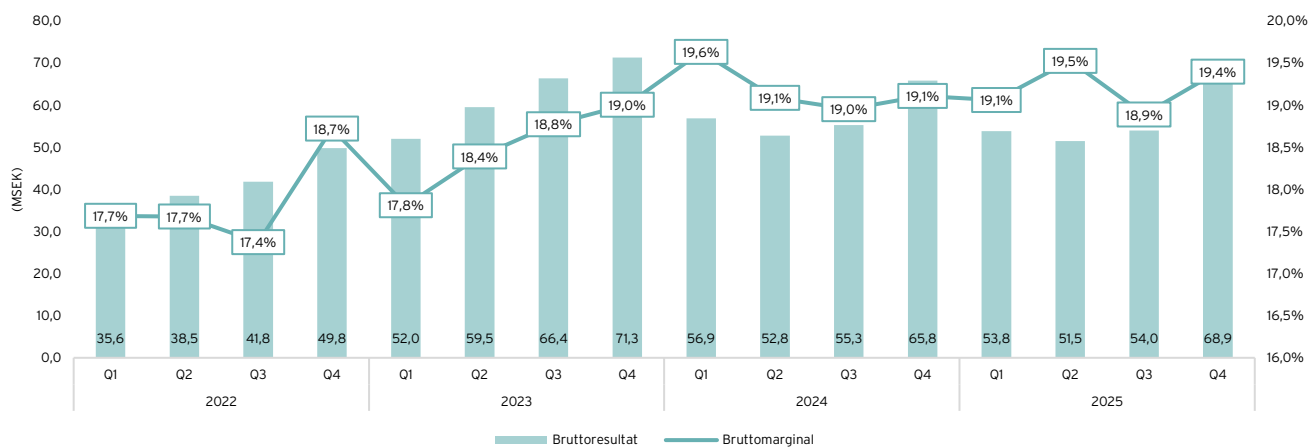
- **Lansering av ett nytt influencer-verktyg:** Adtraction utvecklar ett nytt verktyg för att stärka erbjudandet inom influencer-segmentet, bredda plattformssaffären och attrahera fler kunder. Testfasen bedöms inledas under Q1'26 med initial lansering i Norden. Marknaden för Influencer-marketing uppvisar hög strukturell tillväxt och påverkas inte i samma utsträckning av AI-drivna förändringar som flera andra digitala kanaler, vilket gör segmentet strategiskt attraktivt.

- **Förvärvet av Affiliate Future:** Förvärvet stärker Adtractions närvaro i Storbritannien, breddar kundbasen och skapar positiva nätverkseffekter när kunder successivt migreras till Adtractions plattform. Migreringen är påbörjad och väntas slutföras inom kort. Förvärvet stärker tillväxtpotentialerna i UK och på sikt övriga Europa. Ledningen uttrycker en ambition att genomföra fler förvärv.

- **Bundler:** Fortsätter 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. Affärsmodellen innehåller ett betydande inslag av återkommande intäkter, där etablerade integrationer genererar löpande intäkter och nyförsäljning driver tillväxt ovanpå.

- **Ökad marknadsandel:** Drivs av Adtractions fokus på hög servicegrad och tydligt värdeskapande för både annonsörer och partners. Ledningen ser en strukturell förskjutning i marknaden där osäkerhet kring AI, förändringar i Googles ekosystem och nya trafikällor får fler annonsörer att söka mer förutsägbara och prestationsbaserade kanaler. Detta stärker på sikt konkurrenskraften i Adtractions affärsmodell.

Bruttoreultat och marginal, historisk utveckling



Stabilisering inom e-handelsvertikalen med positivt momentum

Bruttoresultatet inom e-handelsvertikalen ökade med 7,4 % till 46,4 MSEK (43,2). Tillväxten drevs av svagt positiv organisk utveckling samt bidrag från Affiliate Future. Justerat för förvärvets bidrag om 2,2 MSEK uppgick den organiska tillväxten till 2,3 %, vilket indikerar en stabil underliggande trend. Utvecklingen under kvartalet var dock varierande. Oktober uppvisade negativ tillväxt, november var en stark månad och december avslutade året med stabil positiv utveckling. Enligt bolaget har den förbättrade trenden fortsatt in i 2026, där både januari och februari visat positiv utveckling, trots relativt starka jämförelsetal från föregående år.

Bolaget beskriver att den positiva utvecklingen drivs av en förändrad marknadynamik. Antalet avslutade och pausade konton har minskat, nykundsanskaffningen har förbättrats och befintliga kunder fattar mer optimistiska marknadsbeslut. Den genomsnittliga provisionen per konvertering har stabiliserats och visar positiva signaler på att vända uppåt, vilket indikerar en mer förutsägbar marknad jämfört med tidigare, då många aktörer reducerade sina marknadsbudgetar och sänkte provisionerna.

Utvecklingen varierar dock mellan marknader. Norge, Finland, Nederländerna, Polen och Spanien uppvisade god tillväxt. Samtidigt var tillväxten negativ i Sverige, Danmark och Tyskland. Detta tyder på att marknadsutvecklingen är mer fragmenterad än historiskt och att det finns stor potential till högre organisk tillväxt när fler marknader successivt återgår till mer hållbar tillväxt.

Breddning mot mindre kunder ökar den adresserbara marknaden

En faktor som belastat tillväxten under året är utvecklingen inom Adrecords kundbas. Efter förvärvet valde Adtraction medvetet att inte migrera mindre och olönsamma kunder till plattformen. Dessa kunder erbjöds att betala en plattformsavgift eller avsluta samarbetet, vilket resulterade i ett något högre kundbortfall än väntat. Åtgärden var dock strategisk och syftade till att stärka lönsamheten och kvaliteten i kundbasen. Kunderna har nu flyttats över till Adtractions plattform och ett dedikerat team arbetar med segmentet mindre kunder.

Arbets sättet är i nuläget till stor del oförändrat, men kunderna har fått tillgång till den gemensamma tekniska plattformen. Ett omfattande arbete återstår dock för att fullt ut optimera hanteringen av detta segment. En viktig del i detta är utvecklingen av plattformsfunktionalitet som möjliggör att kunder i större utsträckning kan hantera sina konton själva. Projektet har tagit längre tid än planerat, men skapar på sikt en mer skalbar affärsmodell med differentierad prissättning och lägre kostnadsbas för mindre kunder.

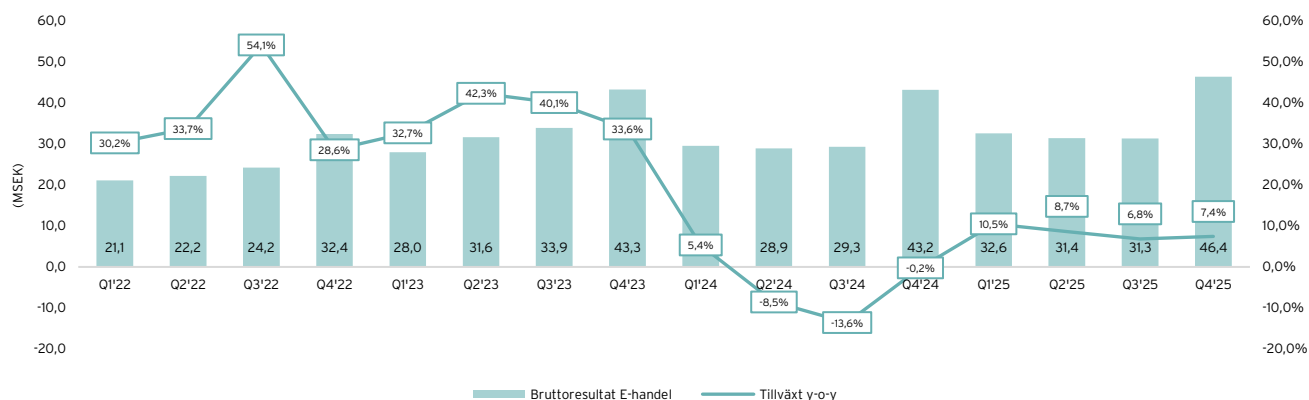
Initiativet innebär att Adtraction breddar sin adresserbara marknad. Genom att kunna hantera även mindre kunder på ett lönsamt och mer standardiserat sätt ökar antalet potentiella kunder, vilket på sikt kan bidra till både tillväxt och lönsamhetsutvecklingen.

Lönsamt bidrag från Affiliate Future

Affiliate Future bidrog med 2,2 MSEK till bruttoresultatet och 0,6 MSEK till EBITA under kvartalet. Förvärvet var därmed lönsamt och utfallet var något bättre än vad bolaget initialt indikerade, vilket stärker bilden av att integrationen och de anpassningar som genomförts utvecklas enligt plan. Migreringen till Adtractions plattform har påbörjats under Q1'26 och väntas successivt skapa positiva nätverkseffekter, även om samtliga konton inte kommer att flyttas. På kort sikt är den finansiella påverkan fortsatt begränsad, men strategiskt betydelsefullt.

Affiliate Future stärker Adtractions närvaro på den strategiskt viktiga brittiska marknaden och utgör en viktig del i bolagets långsiktiga expansionsstrategi i Europa. Ledningen framhåller att Affiliate Futures kunder, partners och team tillsammans med Adtractions befintliga organisation ger goda förutsättningar att fortsätta bygga verksamheten i Storbritannien. Vi bedömer därför att förvärvet kan bidra till långsiktig tillväxt och successivt förbättrad lönsamhet i takt med att migreringen slutförs och nätverkseffekterna realiserar.

Bruttoresultat e-handel, historisk utveckling



Fortsatt svag marknad men tydligare stabilisering inom finans

Bruttoresultatet inom finansvertikalen minskade med 5,4 % till 21,1 MSEK (22,3). Nedgångstakten avtog därmed i styrka jämfört med tidigare kvartal och flera marknader visade en mer stabil utveckling. Marknadsläget är dock fortsatt utmanande, med låg aktivitet inom kreditgivning, vilket påverkar både volymer och provisionsnivåer negativt.

Sverige uppvisade stabil utveckling under kvartalet och även Danmark, Finland och Tyskland utvecklades väl. Därutöver noterades positiv utveckling i mindre marknader såsom Italien och Polen. Detta indikerar att delar av vertikalen har stabiliserats och i vissa fall återgått till tillväxt.

Den negativa utvecklingen för vertikalen som helhet förklaras främst av svaghet i Norge och Spanien, samt i viss mån Nederländerna. I Norge har kreditmarknaden varit avvaktande till följd av det makroekonomiska läget och en mer försiktig riskbedömning från långgivare. Den låga aktiviteten bland både konsumenter och kreditgivare kan snarare ses som en cyklisk nedgång än en strukturell förändring.

I Spanien påverkas marknaden fortsatt av osäkerhet kring kommande regleringar samt förändringar i värdekedjan och konkurrensbilden, vilket temporärt påverkar volymerna och följaktligen provisionsnivåer. Adtraction arbetar aktivt med att stärka sin position genom närmare integrationer med långgivare, bland annat via API-integrationer som komplement till traditionell spårning. Detta bedöms vara en viktig strategisk åtgärd för att stärka konkurrenskraften och skapa en mer stabil utveckling framåt.

Gradvis förbättring och fortsatt långsiktig potential

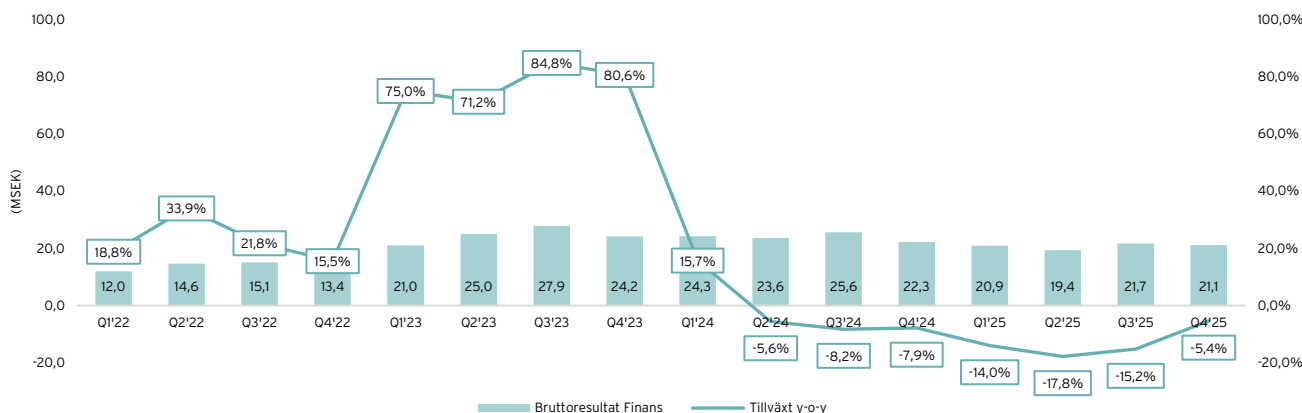
Finansvertikalen visar tecken på gradvis stabilisering, även om osäkerheten kvarstår i vissa marknader. Positivt är att flera länder utvecklas mer stabilt än tidigare, samtidigt som nedgången koncentreras till ett fåtal marknader.

Vi bedömer att de långsiktiga drivkrafterna inom finans är oförändrade. Efterfrågan på krediter är strukturellt hög över tid och Adtraction har en etablerad position i Norden samt växande närvaro i övriga Europa. Bolaget fortsätter även att anpassa sitt erbjudande och stärka konkurrenskraften för att möta förändrade marknadsförutsättningar.

Givet lägre jämförelsetal, gradvis förbättring i flera marknader och pågående initiativ för att stärka erbjudandet ser vi potential för att finansvertikalen kan fortsätta stabiliseras under 2026. Vi bedömer att den nuvarande svackan är temporär och att Adtraction är väl positionerat att dra nytta av ett förbättrat marknadsklimat när aktiviteten på marknaden återhämtas.

Vi noterar dock att en mer varaktig åtstramning i kreditmarknaden, regulatoriska förändringar eller strukturella förändringar i värdekedjan skulle kunna förlänga återhämtningen. Finansvertikalens utveckling är därmed fortsatt en central faktor att följa under 2026.

Bruttoresultat finans, historisk utveckling



Norden stabil bas – Europa visar gradvis förbättring

Bruttoresultatet i Norden ökade med 1,8 % till 50,4 MSEK (49,5), vilket var det andra kvartalet i rad med tillväxt. Norden utgör fortsatt kärnan i Adtractions verksamhet, där bolaget har en stark marknadsposition, etablerade kundrelationer och tydliga nätverkseffekter som skapar en stabil och lönsam bas.

Bruttoresultatet i övriga Europa ökade med 13,5 % till 18,5 MSEK (16,3). Justerat för förvärvet av Affiliate Future uppgick den organiska tillväxten till 1,2 %, vilket var en tydlig förbättring efter tre kvartal med negativ tillväxt. Förbättringen skedde trots fortsatt svag utveckling inom finans i Spanien, vilket indikerar att e-handeln och flera mindre marknader utvecklas mer positivt.

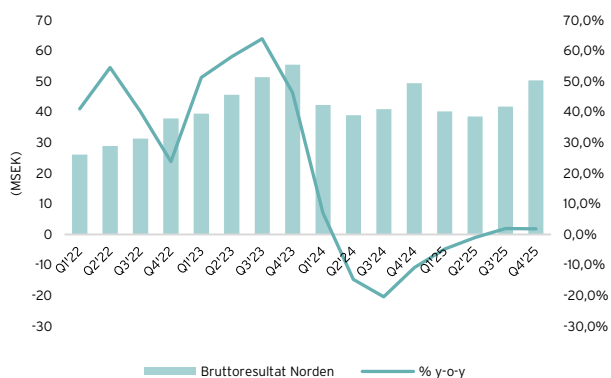
Expansion genom organisk tillväxt och förvärv

Adtractions ambition är att etablera sig som en ledande paneuropeisk aktör och på sikt utmana marknadsledaren Awin. För att nå dit krävs fortsatt organisk tillväxt och en aktiv roll i konsolideringen av den fragmenterade europeiska marknaden. Bolaget har historiskt visat god förmåga att integrera och migrera förvärv och skapa positiva nätverkseffekter, vilket gör förvärv till ett strategiskt viktigt verktyg.

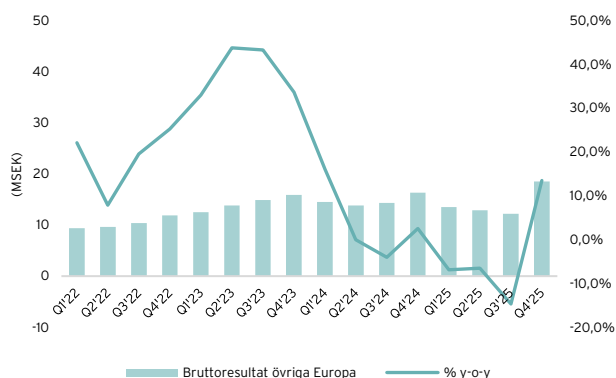
Den organiska tillväxten drivs genom att hjälpa befintliga kunder att expandera till nya marknader, stärka det gränsöverskridande samarbetet och skapa ett mer enhetligt europeiskt erbjudande. Implementeringen av Salesforce, den nya erbjudandestrukturen och ett tätare samarbete mellan marknader är centrala initiativ i detta arbete. Målet är att skapa ett paneuropeiskt nätverk med tillräcklig skala för att kunna vinna internationella upphandlingar och erbjuda större kunder en enhetlig lösning över flera marknader.

Förvärvet av Affiliate Future är ett konkret steg i denna strategi. Förvärvet stärker närvaron på den brittiska marknaden, Europas största och mest mogna marknad för partnermarknadsföring. Förvärvet var lönsamt i Q4'25 och migreringen till den gemensamma plattformen har påbörjats och väntas slutföras i Q1'26, vilket kommer skapa ytterligare nätverkseffekter och stärka erbjudandet mot internationella kunder.

Bruttoresultat Norden, kvartal



Bruttoresultat övriga Europa, kvartal

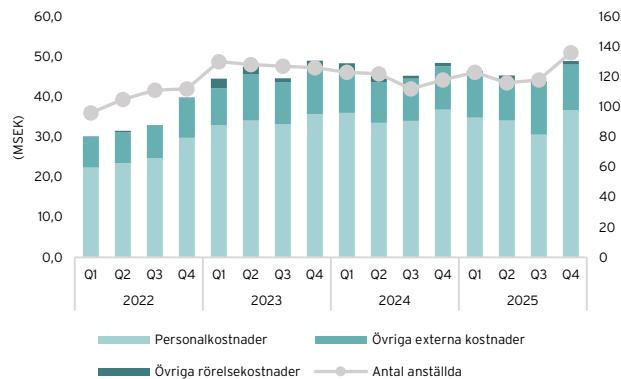


Stabil och fast kostnadsbas möjliggör operativ hävstång

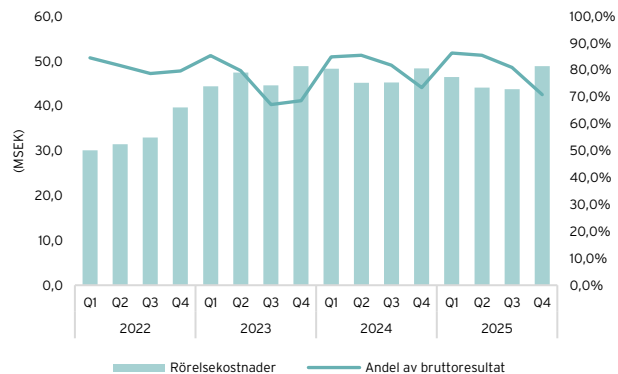
Rörelsekostnaderna ökade med 1,1 % till 48,9 MSEK (48,4), varav cirka 1,5 MSEK var hänförligt till Affiliate Future. Justerat för detta minskade den underliggande kostnadsbasen något, vilket indikerar fortsatt god kostnads kontroll. Kvartalet visar att bolaget lyckats integrera Affiliate Future utan att kostnadsbasen ökat i någon större utsträckning, vilket stärker bilden av kostnadsdisciplin.

Antalet anställda ökade till 136 (118), främst till följd av teamet på Affiliate Future som består av 14 anställda. Adtraction har även genomfört vissa rekryteringar under perioden parallellt med att en del medarbetare lämnat verksamheten. Nettoeffekten på kostnadsbasen bedöms därför vara begränsad. Bolaget beskriver kostnadsbasen som stabil och att fokus är på kostnads kontroll, vilket skapar förutsättningar för att fortsatt tillväxt i bruttoreultat ska få ett tydligt genomslag på EBITA även framåt.

Rörelsekostnader, kvartal



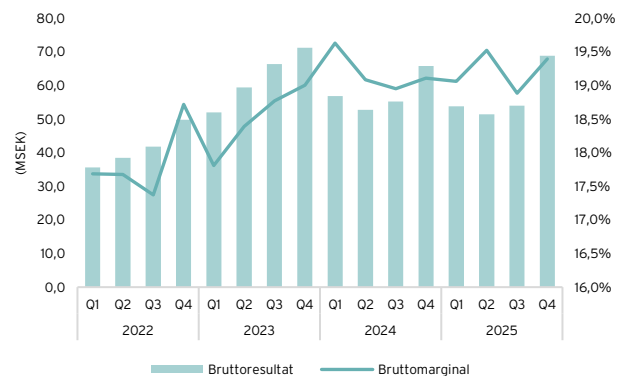
Rörelsekostnader, andel av bruttoreultat



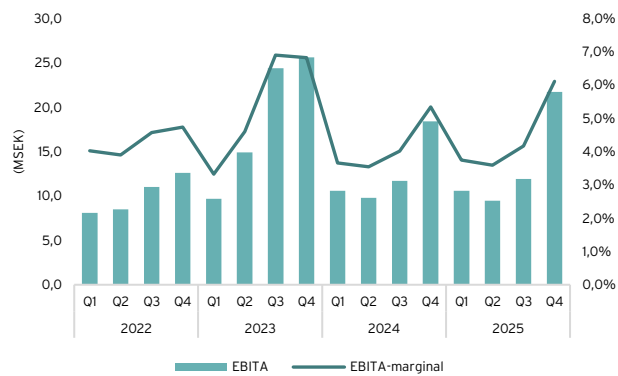
Förbättrad EBITA och tydlig operationell hävstång

EBITA ökade med 18,0 % till 21,7 MSEK (18,4), motsvarande en EBITA-marginal om 6,1 % (5,3). Den tydliga marginalförbättringen förklaras av tillväxt i bruttoreultatet i kombination med en i stort sett oförändrad kostnadsbas. Kvartalet visar den operationella hävstången i affärsmodellen, där även en relativt begränsad ökning i bruttoreultatet får ett tydligt genomslag på lönsamheten. Vi bedömer att fortsatt tillväxt i bruttoreultatet är den enskilt viktigaste drivaren för lönsamhetsförbättring framåt.

Bruttoreultat



EBITA och EBITA-marginal



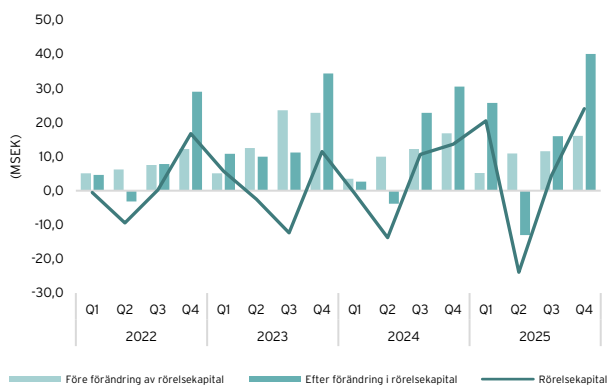
Stark finansiell ställning och hög kassakonvertering

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 16,0 MSEK (16,9). Kassaflödet från förändringar i rörelsekapital uppgick till 24,0 MSEK (13,6), vilket innebar att kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändring av rörelsekapital uppgick till 40,1 MSEK (30,5). Utfallet var mycket starkt och speglar bolagets arbete med att optimera rörelsekapitalet, bland annat genom effektivare faktureringsrutiner. Ledningen bedömer dock att rörelsekapitalet kan komma att normaliseras något framöver.

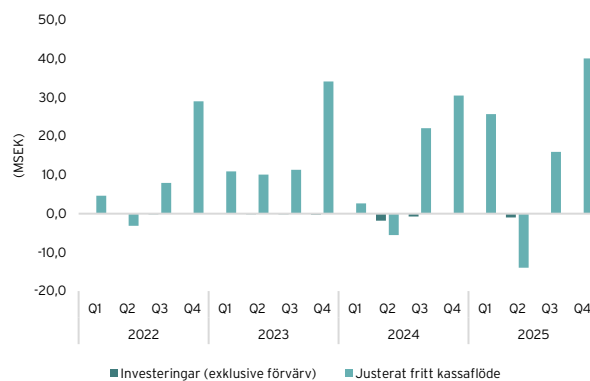
Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -13,9 MSEK (-23,7), vilket avsåg nettolikviden för förvärvet av Affiliate Future. Inga ytterligare betalningar kopplade till transaktionen väntas. Det fria kassaflödet uppgick till 26,2 MSEK (6,8), och till 40,1 MSEK (30,5) justerat för förvärv.

Periodens totala kassaflöde uppgick till 9,6 MSEK (-7,9) och kassan uppgick till 123,5 MSEK (107,1) vid kvartalets utgång. Adtraction avslutade därmed året med en stark nettokassa och fortsatt mycket god kassagenerering, vilket skapar betydande finansiell flexibilitet framåt.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde



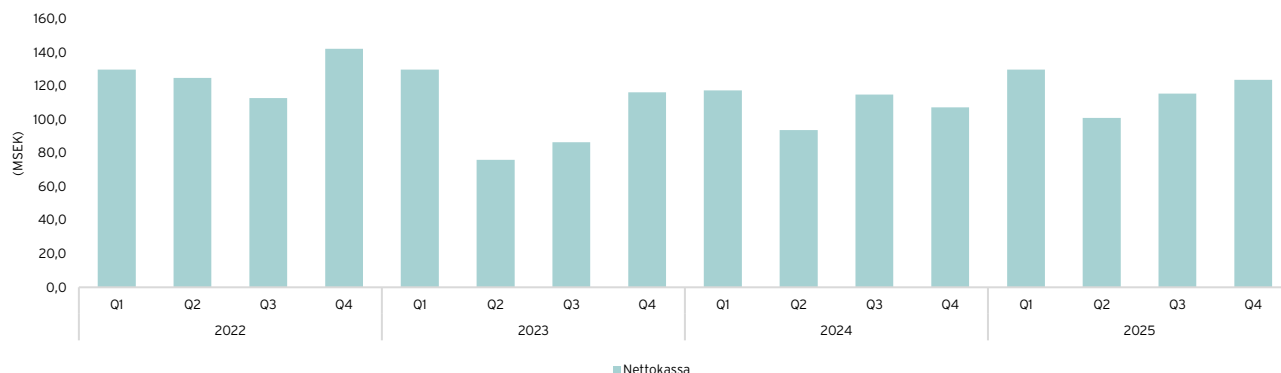
Förvärvsmarknaden bedöms begränsad i nuvarande klimat

Adtraction har inga räntebärande skulder och avslutade kvartalet med en nettokassa om 123,5 MSEK. Den starka balansräkningen och höga kassagenereringen skapar utrymme för både utdelning och strategiska förvärv. Styrelsen föreslår en utdelning om 2,2 SEK per aktie (2,0), motsvarande cirka 36,5 MSEK totalt, vilket understryker bolagets starka finansiella position.

Bolagets ambition är att genomföra ytterligare förvärv och ser fortsatt strategisk logik i en konsolidering av branschen. Förvärvsmarknaden bedöms dock vara begränsad i nuvarande marknadsklimat, delvis till följd av osäkerhet och låga värderingar i sektorn. Adtraction har under de senaste månaderna utvärderat möjligheter även utanför kärnverksamheten, men inom närliggande områden. Enligt ledningen har bolaget lämnat indikativa bud på bolag med en EBIT om cirka 10-25 MSEK, vilka skulle kunna finansieras med befintlig nettokassa och en balanserad lånestruktur. Detta indikerar att bolaget aktivt utvärderar konkreta möjligheter. Adtraction uppger att det är öppet för mer transformativa förvärv om rätt strategisk möjlighet uppstår.

Vi bedömer att Adtraction är väl positionerat att agera opportunistiskt när rätt möjligheter uppstår. Vi anser att förvärv är attraktivt för bolaget, särskilt om det kan genomföras till attraktiva multiplar och därefter bidra till nätverkseffekter och marginalförbättringar.

Nettokassa, kvartal



Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	514,8
Aktiekurs (SEK)	31,0	Nettokassa (MSEK)	123,5
		EV (MSEK)	391,3

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1 187,1 MSEK	EV/S	0,3
Bruttoresultat	228,2 MSEK	EV/GP	1,7
EBITA	53,7 MSEK	EV/EBITA	7,3

Källa: Börsdata

Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITA-marginal	Soliditet	Kassa
19,2 %	4,5 %	39,4 %	23,0 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
5,8 %	4,6 %	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

Källa: Börsdata

Kvartalsestimat för 2026

	Estimat för 2026				
<i>(MSEK)</i>	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
Nettoomsättning	298,2	294,7	311,2	371,3	1275,4
<i>% y-o-y</i>	<i>5,7%</i>	<i>11,7%</i>	<i>8,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>7,4%</i>
Övriga rörelseintäkter	2,6	1,5	1,0	0,9	6,0
Summa intäkter	300,8	296,2	312,2	372,2	1281,4
Bruttoresultat	56,8	56,8	59,2	72,1	244,9
Bruttomarginal	19,0%	19,3%	19,0%	19,4%	19,2%
<i>% y-o-y</i>	<i>5,6%</i>	<i>10,3%</i>	<i>9,6%</i>	<i>4,6%</i>	<i>7,3%</i>
Rörelsekostnader	-48,6	-46,0	-45,9	-49,9	-190,4
<i>% y-o-y</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,9%</i>
Materiella avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8
EBITA	11,5	12,8	15,4	23,9	63,6
EBITA-marginal	3,9%	4,3%	4,9%	6,4%	5,0%
<i>% y-o-y</i>	<i>8,8%</i>	<i>35,0%</i>	<i>29,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>18,5%</i>

Helårsestimat för 2026

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Nettoomsättning	925,7	1 344,3	1 202,5	1 187,1	1 275,4
% y-o-y	32,6%	45,2%	-10,5%	-1,3%	7,4%
Övriga intäkter	2,7	5,7	4,3	6,0	6,0
Summa intäkter	928,4	1 350,1	1 206,8	1 193,1	1 281,4
Bruttoresultat	165,7	249,2	230,8	228,2	244,9
Bruttomarginal	17,9%	18,5%	19,2%	19,2%	19,2%
% y-o-y	32,6%	50,4%	-7,4%	-1,1%	7,3%
EV/GP	2,4	1,6	1,7	1,7	1,6
Rörelsekostnader	-134,2	-185,5	-187,2	-183,3	-190,4
% y-o-y	37,3%	38,2%	0,9%	-2,1%	3,9%
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
EBITA	40,2	74,6	50,5	53,7	63,6
EBITA-marginal	4,3%	5,5%	4,2%	4,5%	5,0%
% y-o-y	15,9%	85,6%	-32,3%	6,3%	18,5%
EV/EBITA	9,7	5,2	7,7	7,3	6,2

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 12x EBITA för helåret 2026E. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 % på våra estimat.

Värdering

	Multipel	EBITA 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	12	63,6	886,7	53,4
Säkerhetsmarginal (30%)	12	44,5	657,7	39,6

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

Potentiell avkastning

	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,72	72,2%	72,2%	1,28	27,8%	27,8%

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	568,7	34,2	10,5%	435,1	26,2	-15,5%
8	632,3	38,1	22,8%	479,7	28,9	-6,8%
9	695,9	41,9	35,2%	524,2	31,6	1,8%
10	759,5	45,7	47,5%	568,7	34,2	10,5%
11	823,1	49,6	59,9%	613,2	36,9	19,1%
12	886,7	53,4	72,2%	657,7	39,6	27,8%
13	950,3	57,2	84,6%	702,3	42,3	36,4%
14	1 013,9	61,1	96,9%	746,8	45,0	45,1%
15	1 077,5	64,9	109,3%	791,3	47,6	53,7%
16	1 141,1	68,7	121,6%	835,8	50,3	62,4%
17	1 204,7	72,5	134,0%	880,3	53,0	71,0%

Källor

1. <https://storage.mfn.se/Oe814b70-c2da-4ef3-9f0c-17d731a202a0/delarsrapport-q4-2025.pdf>
2. https://youtu.be/947himuL5lo?si=VI35AUQFJU_CRNES

Disclaimer

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

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

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

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

Intressekonflikt

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