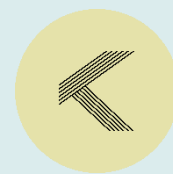


# Adtraction Group



## Initial take

2023-05-08

Vi inleder bevakning av Adtraction Group, som är ett snabbväxande svenskt bolag verksamt inom partnermarknadsföring, även kallat affiliatemarknadsföring. Bolaget tillhandahåller en plattform för annonsörer att marknadsföra sina produkter och tjänster genom samarbeten med olika partner. Adtraction är marknadsledare i Norden, och har expanderat till flera nya geografiska marknader i Europa.

### Förvärv av största konkurrenten Adservice

Den 18:e januari 2023 förvärvade Adtraction det danska bolaget Adservice, som tidigare var Adtractions största konkurrent på den nordiska marknaden. Förvärvet stärker bolagets marknadsposition avsevärt samtidigt som det kan leda till synergieffekter.

### Marginalexpansion

Adtractions lönsamhet har historiskt tyngts av expansion på nya geografiska marknader. Framöver kommer bolaget slå av på expansionstakten och i stället fokusera på att uppnå högre lönsamhet på befintliga marknader. Detta i kombination med att Adservice har en högre rörelsemarginal gör att vi tror på en marginalexpansion för bolaget framöver.

### Starka kassaflöden bäddar för framtida förvärv

Adtraction har historisk levererat en hög omsättningstillväxt under lönsamhet. I tillägg har bolaget starka fria kassaflöden vilket historiskt lett till kassauppbyggnad. Vi ser att framtida kassaflöden kan användas för att konsolidera marknaden genom förvärv på befintliga och nya marknader.

### Attraktiv uppsida

I vårt huvudscenario ser vi en potentiell uppsida i aktien på 88,6 % för 2025E, vilket motsvarar en CAGR om 23,6 %. Applicerar vi en säkerhetsmarginal på 30 % ser vi en uppsida på 32,0 % med en CAGR om 9,7 %.

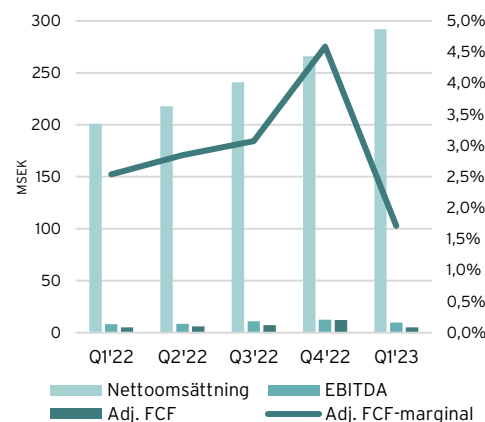
(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>698,0</b>	<b>926,0</b>	<b>1 437,0</b>	<b>1 567,9</b>	<b>1 684,1</b>
Tillväxt y-o-y	28,1%	32,7%	55,2%	9,1%	7,4%
P/S	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4
Summa kostnader	<b>673,1</b>	<b>903,7</b>	<b>1 405,0</b>	<b>1 525,7</b>	<b>1 632,7</b>
Tillväxt y-o-y	29,0%	34,3%	55,5%	8,6%	7,0%
<b>EBITDA</b>	<b>34,9</b>	<b>40,3</b>	<b>86,7</b>	<b>96,7</b>	<b>106,1</b>
EBITDA-marginal	5,0%	4,4%	6,0%	6,2%	6,3%
Tillväxt y-o-y	41,3%	15,5%	115,0%	11,6%	9,6%
EV/EBITDA*	16,7	14,4	5,9	4,5	3,4
<b>Adj. FCF</b>	<b>27,9</b>	<b>30,9</b>	<b>66,9</b>	<b>74,7</b>	<b>81,9</b>
Marginal	4,0%	3,3%	4,7%	4,8%	4,9%
Tillväxt y-o-y	-	10,7%	116,8%	11,6%	9,6%
EV/Adj. FCF*	20,8	18,8	7,7	5,9	4,4

\*EV justerat för kassauppbyggnad

### Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	39,2
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	651,0
EV (MSEK)	581,3
Nettokassa (MSEK)	69,7
Insiderägande	33,1%
Nästa rapport	2023-08-18

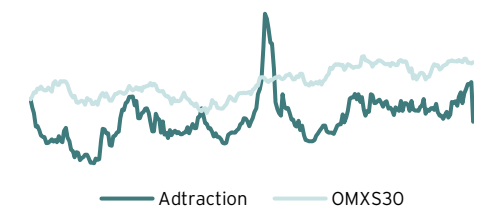
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Jakob Fritz  
[jakob.fritz@kalqyl.se](mailto:jakob.fritz@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-3,7%	-6,0%	-14,0%

## Key Insights



### Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden, och efter förvärvet av Adservice förstärks marknadspositionen ytterligare. Vår bedömning är att detta kommer bidra till att förstärka plattformens nätverkseffekter, göra bolaget mer konkurrenskraftigt, samt leda till pricing power.



### Låg värdering

Efter förvärvet av Adservice är bolaget enligt vår bedömning lågt värderat. På våra estimat för 2023E värderas aktien till EV/EBITDA 6,7 och EV/Adj. FCF 8,7 på 2023E. Tar vi hänsyn till kassauppbyggnad värderas bolaget ännu lägre, till EV/EBITDA 5,9 och EV/Adj. FCF 7,7 på 2023E.



### Stark affärsmodell

Adtraction har en skalbar affärsmodell, och bolaget kan öka intäkterna i högre takt än kostnaderna. Dessutom är affärsmodellen fördelaktig för bolagets kunder som endast betalar för faktiska resultat, samt för partners som får en extra inkomstkälla.

”Adtraction har levererat tillväxt, lönsamhet och goda kassaflöden varje år sedan 2009 och vi har fortsatt att göra detta under 2022 trots betydande oro och ekonomisk osäkerhet i världen.”

- VD Simon Gustafson

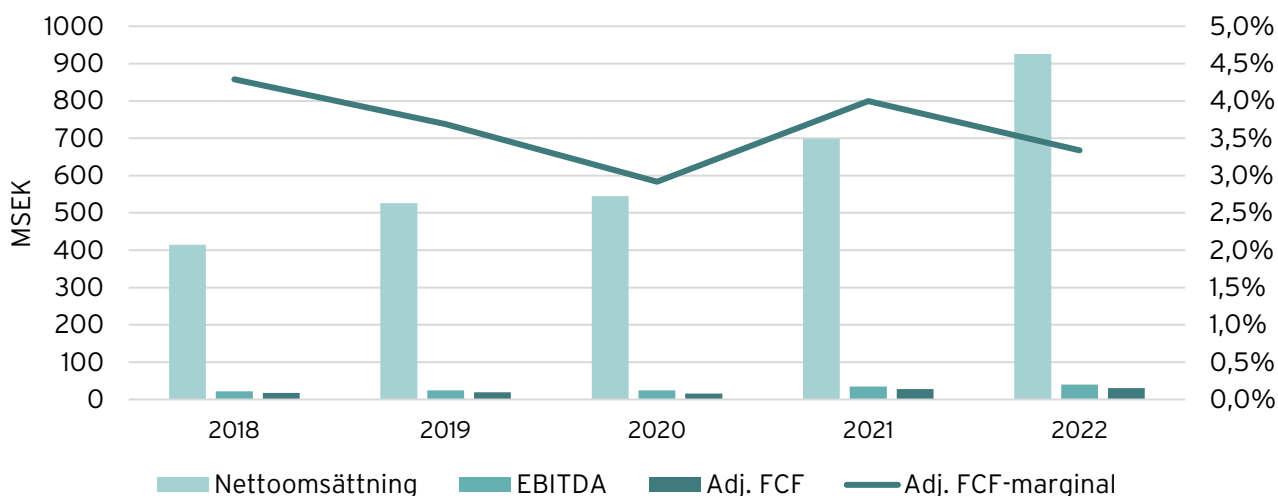
## Investeringscase

- Skalbar affärsmodell med nätverkseffekter
- Lång historik av lönsam omsättningstillväxt
- Låg värdering
- Kommande marginalexpansion att vänta
- Starka kassaflöden, hög kassakonverteringsgrad
- Kassauppbyggnad möjliggör framtida förvärv
- Stark finansiell ställning
- ”Cost per Action” relativt konjunkturokänsligt
- Högt insiderägande och grundarlett

## Finansiell historik

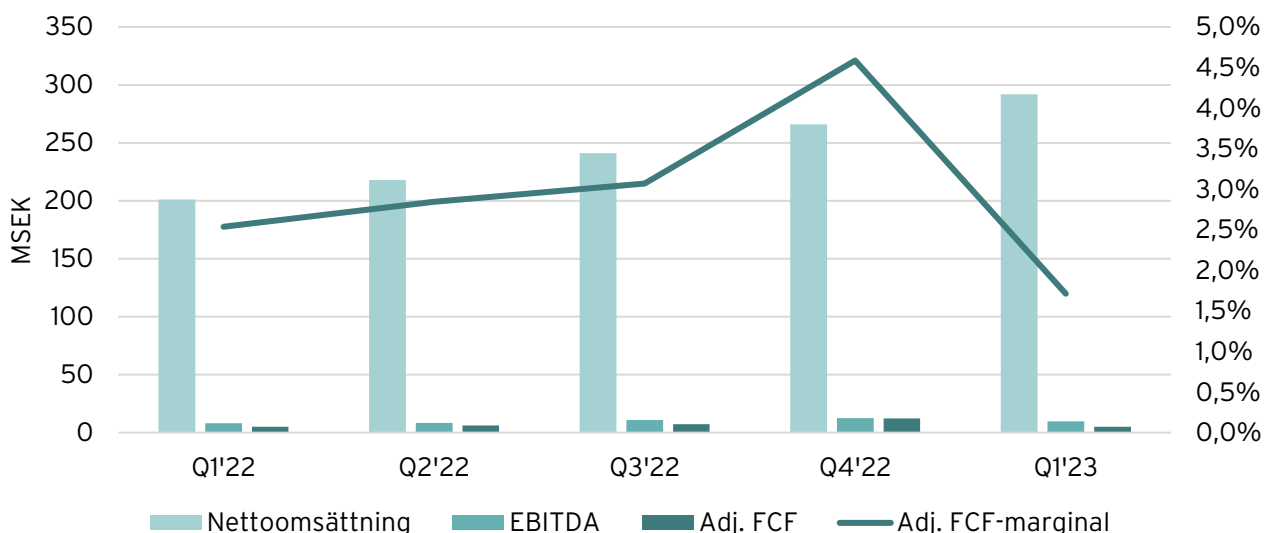
Adtraction har en imponerande historik av omsättningstillväxt. Mellan 2018 och 2022 har nettoomsättningen ökat från 415 till 926 MSEK, vilket innebär en CAGR om 22,8 %. Under samma period har EBITDA ökat från 22 till 40 MSEK med en CAGR om 12,7 %. Slutligen har bolagets justerade fria kassaflöde under perioden ökat från 17,8 till 30,9 MSEK med en CAGR om 11,7 %.

### Finansiell historik år



Sammantaget anser vi att bolaget har en stark finansiell historik, och vill särskilt belysa att Adtraction lyckats öka de fria kassaflödena trots att bolaget expanderat kraftigt på nya geografiska marknader. Det är viktigt att påpeka att det fria kassaflödet för Q1'23 belastas av förvärvet av Adservice. Vi har därför valt att justera det fria kassaflödet för bland annat förvärv, vilket vi berättar mer om i värderingsavsnittet. Q3 och Q4 är de säsongsmässigt starkaste kvartalen, även om effekten kommer bli mindre efter förvärvet av Adservice som är starka inom finans<sup>25</sup>.

### Finansiell historik kvartal



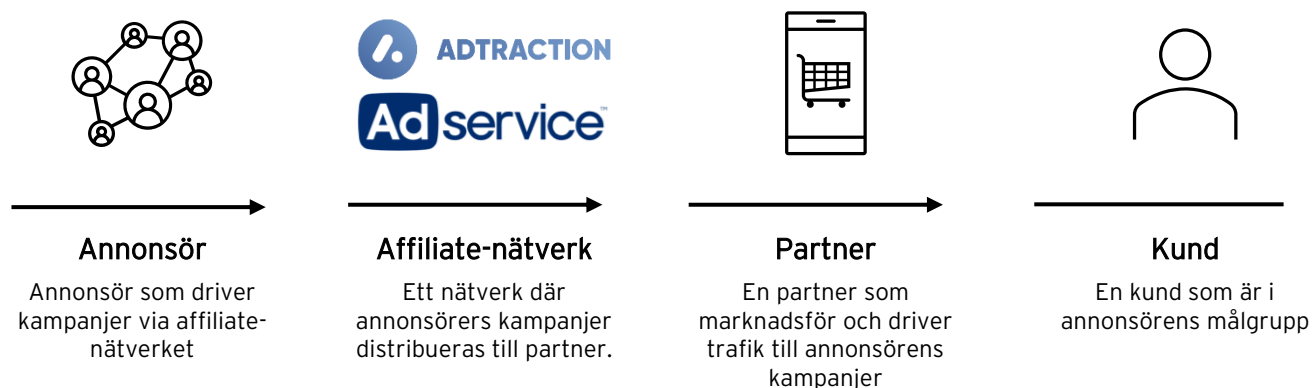
## Affärsmodell

Adtraction arbetar inom partnersmarknadsföring, som ofta även kallas för affiliatemarknadsföring. Bolaget tillhandahåller en plattform som kopplar samman annonsörer med partner (även kända som affiliates), med syftet att driva försäljning och marknadsföring online. Adtraction fungerar som en mellanhand som underlättar samarbete mellan annonsörer och partner och hjälper dem att optimera sin marknadsföring och öka sina intäkter.

Adtractions affärsmodell bygger på att ta en provision eller en avgift baserat på de affärstransaktioner som genereras via bolagets plattform. När en partner framgångsrikt genererar försäljning eller en annan värdeskapande transaktion som ett beviljat lån åt en annonsör genom sina marknadsföringsinsatser så betalar annonsören en provision eller en avgift till Adtraction. Adtraction betalar i sin tur ut en provision till den partner som drivit en kund till att köpa annonsörens produkt. Provisionen utgörs av en procentuell andel av den försäljning som skett. Generellt behåller Adtraction runt 18-20 % av intäkten från annonsören och partnern får resten. Fördelningen varierar beroende på bransch, annonsör och typ av transaktion<sup>1</sup>.

Adtraction erbjuder också olika verktyg och tjänster för att hjälpa annonsörer och partner att optimera sina affiliatemarknadsföringsinsatser, såsom spårning av försäljning och leads, analys av resultat, rapportering och teknisk support. De erbjuder även support och rådgivning för att hjälpa sina kunder att utforma och implementera framgångsrika marknadsföringsstrategier.

Vanligtvis består affiliatemarknadsföring av fyra aktörer som gör affärer med varandra på grundval av ett prestationsbaserat avtal. Adtractions värdekedja illustreras nedan.

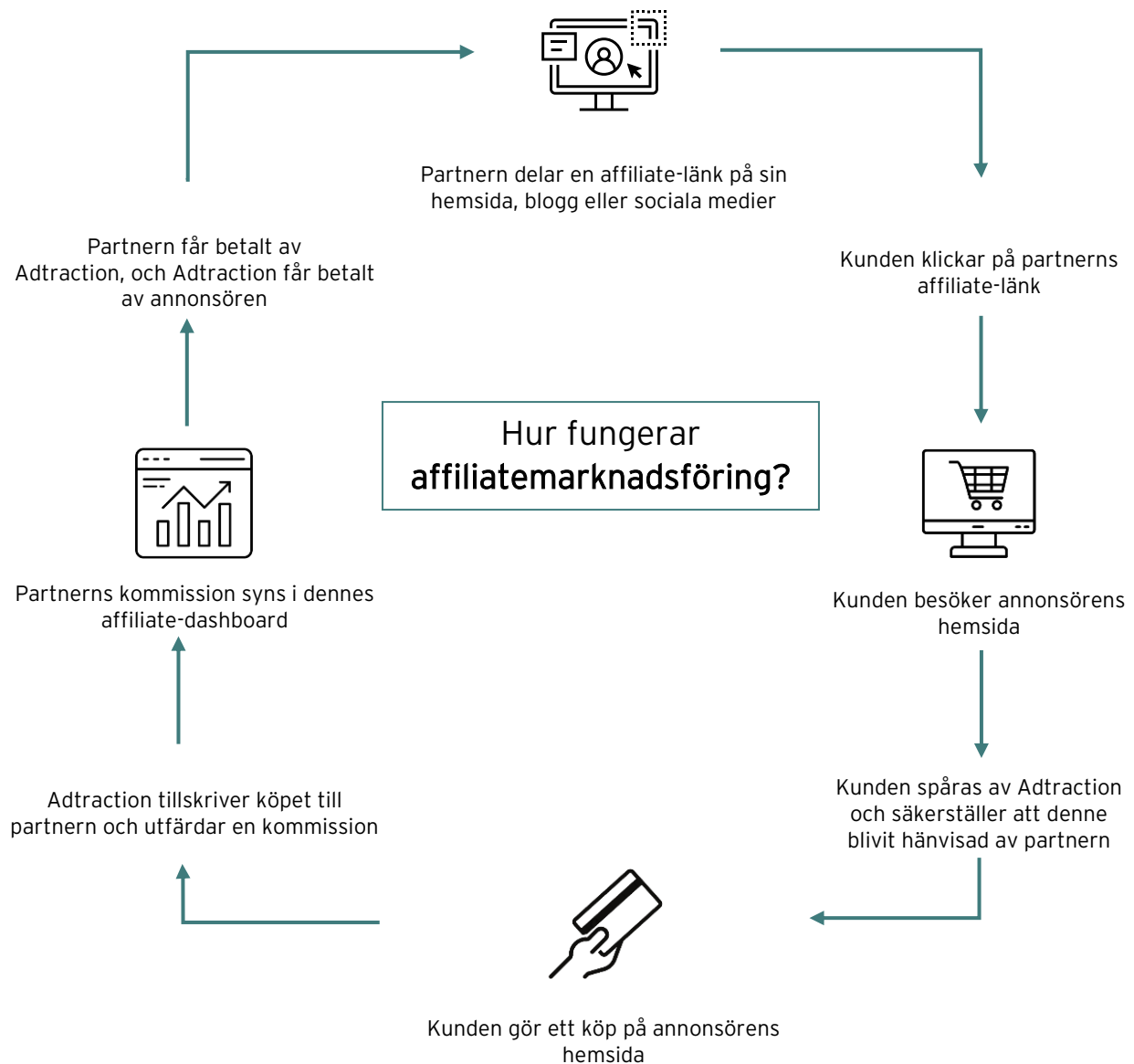


## Affärsmodellen i praktiken

En kund besöker en blogg eller en annan webbplats som drivs av en partner som är ansluten till Adtraction-nätverket. Partnern kan vara ett digitalt magasin, en Influencer eller någon annan typ av digital marknadsförare. På bloggen eller webbplatsen finns det en affiliate-länk eller annons som leder till en annonsörens webbplats.

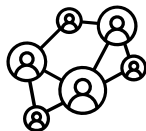
Kunden klickar på länken eller annonsen och blir vidarebefordrad till annonsörens hemsida. Kunden genomför sedan ett köp på annonsörens hemsida, och Adtractions spårningsverktyg kontrollerar att partners länk använts av kunden.

Annonsören betalar en avgift till Adtraction och Adtraction betalar en provision till partnern.



## Prestationsbaserad marknadsföring: Cost per Action

Adtraction erhåller betalning från annonsören endast när en försäljning eller en annan önskad handling genomförs. Modellen kallas "Cost per Action" och innebär alltså att Adtraction endast får betalt om deras tjänst har lett till en värdeskapande händelse för annonsören.



Ger annonsörer möjlighet att nå en bredare publik och endast betala för faktiska resultat, vilket är kostnadseffektivt.

Ger partner en inkomstkälla genom att marknadsföra relevanta produkter och tjänster på sina plattformar utan att behöva hantera betalningar.



Ger kunder tillgång till relevant innehåll och erbjudanden, vilket kan underlätta köpbeslut och leda till besparingar eller förmåner.

Adtraction tjänar pengar.



Vi gillar att Adtractions affärsmodell av flera anledningar. För det första är den starkt motiverande, då Adtraction genom sina partner måste leverera konkreta resultat för att få betalt. Det minskar risken för att annonsören betalar för ineffektiv marknadsföring och ger Adtraction incitament att arbeta hårdare för att generera leads som leder till konverteringar.

En annan fördel med affärsmodellen är att den är mer kostnadseffektiv för annonsörer. Genom att endast betala för faktiska resultat kan annonsörer få bättre kontroll över sina utgifter och undvika att betala för kampanjer som inte genererar försäljning.

## Skalbarhet

Adtraction har en skalbar affärsmodell där ökningen av antalet annonsörer och partner som ansluter sig till plattformen inte ökar bolagets kostnader i proportion till intäkterna. När bolagets fasta kostnader är täckta genererar en stor del av omsättningen vinst.

Den effekten har dock uteblivet historisk, och i stället har vi sett en försämring av bolagets lönsamhet de senaste åren. Det beror främst på att Adtraction har expanderat till nya geografiska marknader vilket har inneburit högre kostnader. Från och med att Adtraction går in på en ny marknad tar det oftast mellan 18-24 månader för bolaget att nå lönsamhet<sup>1</sup>. Eftersom bolaget expanderat i hög takt historiskt har detta påverkat lönsamheten negativt. Adtraction har slagit av på anställningstakten, och i takt med att fler av bolagets marknader blir lönsamma är vår bedömning att lönsamheten kommer att förbättras.

## Nätverkseffekter

Adtractions affärsmodell bygger på nätverkseffekter, eftersom ett nätverk av annonsörer och partner samverkar på bolagets plattform. Nätverket blir större ju fler annonsörer och partners som ansluter till plattformen, vilket ökar värdet för alla inblandade parter<sup>15</sup>.

En konsekvens av detta är att fler annonsörer lockar fler partner och vice versa. När fler annonsörer finns på plattformen blir det mer attraktivt för partner att ansluta sig, då det ökar deras möjligheter att få tillgång till olika kampanjer och annonsintäkter. Samtidigt lockar fler partner fler annonsörer, då det ökar deras möjligheter att nå ut till en bredare publik av slutkonsumenter. Detta skapar ett positivt samspel mellan annonsörer och partner där fler aktörer på plattformen leder till ökad aktivitet och fler affärsmöjligheter för alla parter.

Nätverkseffekterna kan även förstärkas genom ökad användaraktivitet på plattformen. När fler annonsörer och partner använder plattformen regelbundet ökar den totala volymen av transaktioner och data på plattformen. Detta kan leda till bättre dataoptimering, effektivare kampanjer och mer precist riktad marknadsföring, vilket i sin tur kan locka ännu fler annonsörer och partner till plattformen.

## Fokus på kvalitet








Adtractions fokuserar på att samarbeta med etablerade varumärken och har höga krav på de produkter och tjänster som marknadsförs. En noggrann manuell granskning genomförs både för annonsörer och partner innan de får ansluta till plattformen. Processen är viktig för att säkerställa att endast attraktiva produkter och tjänster blir tillgängliga på plattformen.

Vi anser att detta är rätt väg att gå av flera anledningar. För det första minskar det risken för samarbete med oseriösa aktörer och varumärken av låg kvalitet, vilket kan påverka användarnas förtroende negativt och hjälper till att behålla en hög standard på de produkter och tjänster som erbjuds. För det andra minskar risken för bedrägerier och dåliga användarupplevelser. Slutligen kan marknadsföring av attraktiva produkter och tjänster locka fler användare och öka efterfrågan, vilket kan leda till långsiktigt hållbar tillväxt för Adtraction.

## Verksamhet

### Erbjudande

Adtraction erbjuder ett brett utbud av tjänster för sina annonsörer och partner. Nedan följer några exempel på vad bolaget erbjuder.

<p><b>Adtractions erbjudande</b></p> <p><b>Tillgång till partner</b></p> <p>Annonsören får tillgång till ett brett utbud av partner. Exempel inkluderar digitala magasin, influencers, bloggare, och lånjämförelsehemsidor. Adtraction kopplar ihop annonsörer med partner.</p>	
<p><b>Kontroll och uppföljning</b></p> <p>Adtractions plattform gör det enkelt för annonsören att följa upp samarbeten med partner. Plattformen underlättar hantering av allt från kommissionsnivåer till att välja rätt partner.</p>	
<p><b>Spårning och optimering</b></p> <p>Adtraction har utvecklat ett spårningsverktyg som följer trafik från partner, och som ger annonsören en insikt i vad som fungerar. Adtraction hjälper annonsören att optimera partner-programmen.</p>	
<p><b>Integration med Google Ads</b></p> <p>Adtractions integration med Google Ads gör det möjligt att mäta vilka kampanjer i Google Ads som genererar mest försäljning. Genom integrationen kopplas Google Ads samman med Adtractions konverteringsspårning, vilket möjliggör realtidsbaserad optimering av kampanjer direkt i Google Ads-kontrollpanelen.</p>	
<p><b>Chrome plugin</b></p> <p>Adtractions Chrome plugin gör det möjligt att få tillgång till färdiga spårningslänkar direkt i webbläsaren. Funktionen kan även användas för att söka bland annonsörens produkter eller ansöka till partnerprogram direkt i webbläsaren.</p>	
<p><b>API</b></p> <p>Adtractions plattform kan integreras med annonsörens egen plattform, vilket möjliggör anpassning av produkten efter annonsörens specifika preferenser och önskemål.</p>	
<p><b>Cleanlinks</b></p> <p>Gör det möjligt att använda vanliga länkar i stället för spårningslänkar för att marknadsföra produkter. Adtractions Cleanlink-teknik fångar automatiskt upp alla klick som går från en partners webbplats till en annonsör.</p>	

Under första kvartalet 2022 bildade Adtraction dotterbolaget Bundler Solutions tillsammans med två entreprenörer som tidigare arbetat Storytel. Målsättningen är att erbjuda API-integrationer mellan olika konsumenttjänster och digitala återförsäljare, med syftet att öka företagets försäljning. VD Simon Gustafson har meddelat att Bundler har signerat flera intressanta avtal som kommer presenteras inom kort<sup>25</sup>. Bundler är fortfarande litet och vi betraktar det som en spännande framtidsoption.





## Affärsområden

Adtraction delar in sin verksamhet i två affärsområden, E-handel och Finans. E-handel är den största av de två.

### E-handel

Affärsområdet innefattar bolag som säljer produkter online till konsumenter (B2C) inom kategorier såsom hälsa och skönhet, kläder, elektronik och teknik och så vidare. Annonsörer inom affärsområdet inkluderar Lyko, Viaplay och Åhléns. Adtraction hjälper genom sina partner annonsörerna att öka försäljningen av deras produkter.

**Andel av bruttoreultat 2022: 64,5 %**

**Andel av bruttoreultat Q1'23: 57,1 %**

### Finans

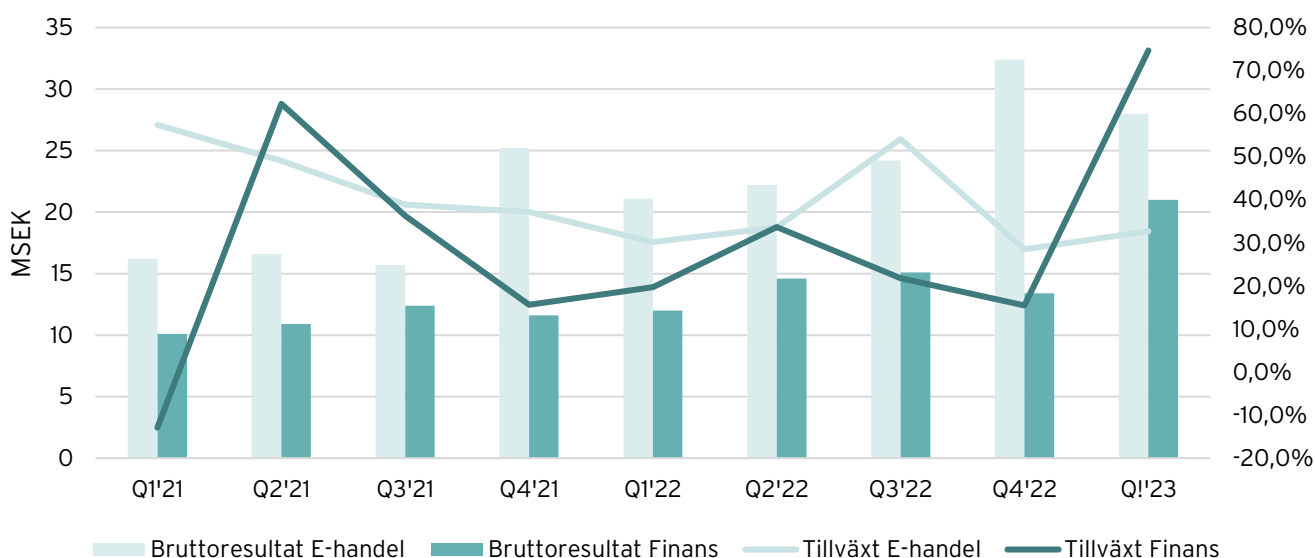
Affärsområdet består av företag som tillhandahåller finansiella tjänster till både konsumenter (B2C) och andra företag (B2B), såsom banker, långgivare, försäkringsbolag och andra finansinstitut. Annonsörer inom affärsområdet inkluderar Lendo, Smarta och Savelend. Adtraction hjälper genom sina partner till att driva exempelvis nyutlåning eller lånesamling.

**Andel av bruttoreultat 2022: 35,5 %**

**Andel av bruttoreultat Q1'23: 42,9 %**

Bolaget redovisar bruttoreultatet för varje affärsområde separat, vilket gör att vi kan få en bild av segmentens respektive storlek. Nedan visas fördelningen av bruttoreultatet mellan E-handel och Finans, samt hur förhållandet har utvecklats kvartalsvis. Linjediagrammet visar också tillväxten för varje affärsområde, och Adtraction har historiskt haft en stark tillväxt inom både E-handel och Finans. Adservice är stora inom Finans vilket bidrar med stark tillväxt för affärsområden under Q1'23.

## Intäktsfördelning kvartal y-o-y



## Geografisk marknad

Adtraction är verksamma på flera olika geografiska marknader. Utöver organisk tillväxt har en stor del av Adtractions tillväxtstrategi historiskt byggts på expansion på nya geografiska marknader. Adtraction är marknadsledare i Norden och efter förvärvet av danska Adservice har de stärkt sin position på den nordiska marknaden ytterligare. Bolaget har sedan det grundades expanderat på en rad nya marknader, främst i Västeuropa.

När bolaget går in på en ny marknad föredrar de att göra det med folk på plats, och de anställer 1-4 personer som sköter etableringen på marknaden. Vår bedömning är att detta är ett klokt tillvägagångssätt, då bolaget får en lokal närvaro vilket ger bättre förståelse för den nya marknadens specifika behov och preferenser. Det kan exempelvis vara kulturella, språkliga, juridiska och beteendemässiga skillnader som kräver en anpassning. I vissa fall har bolaget även förvärvat verksamheter vid etablering på nya geografiska marknader.

Märker Adtraction att en marknad av någon anledning inte fungerar stänger bolaget ner verksamheten och går vidare snabbt, som var fallet i Österrike. Det visade sig att aktörerna på marknaden inte värdesatte lokal närvaro, och Adtraction valde att stänga ner kontoret och styra verksamheten från Tyskland istället<sup>6</sup>.

Adtraction har tidigare kommunicerat att de kommer fokusera på tillväxt före lönsamhet. I den senaste kvartalsrapporten noterades en avmattning på vissa marknader, främst inom e-handeln. Adtraction är nu aktiva på de europeiska marknader som de tidigare hade som målsättning att expandera till. Dessa faktorer gör att vi tror att Adtraction kommer slå av på takten i den geografiska expansionen, och i stället kommer fokusera på att nå lönsamhet på de marknader de redan är aktiva på. Vi tror att detta betyder att den organiska tillväxten från och med 2023 kommer vara lägre än historiskt, och ligga på höga ensiffriga eller låga tvåsiffriga nivåer. Vi tror att framtida tillväxt främst kommer komma från befintliga marknader samt genom förvärv snarare än via expansion.

### Geografisk marknad

Adtractions huvudsakliga geografiska marknad är Norden, och särskilt Sverige.

Bolaget har även expanderat ut i Europa där konkurrensen är högre, särskilt från större aktörer. För närvarande har bolaget inte annonserat några nya expansionsplaner. För helåret 2022 var 75 % av bruttoresultatet hänförligt till Norden, och 25 % till resten av Europa.

Vidare kommer Adtraction att fokusera på att uppnå lönsamhet i Frankrike och Italien, vilket historiskt tagit 18-24 månader på jämförbara marknader. Vi uppskattar att dessa marknader kan bli lönsamma vid årets slut.

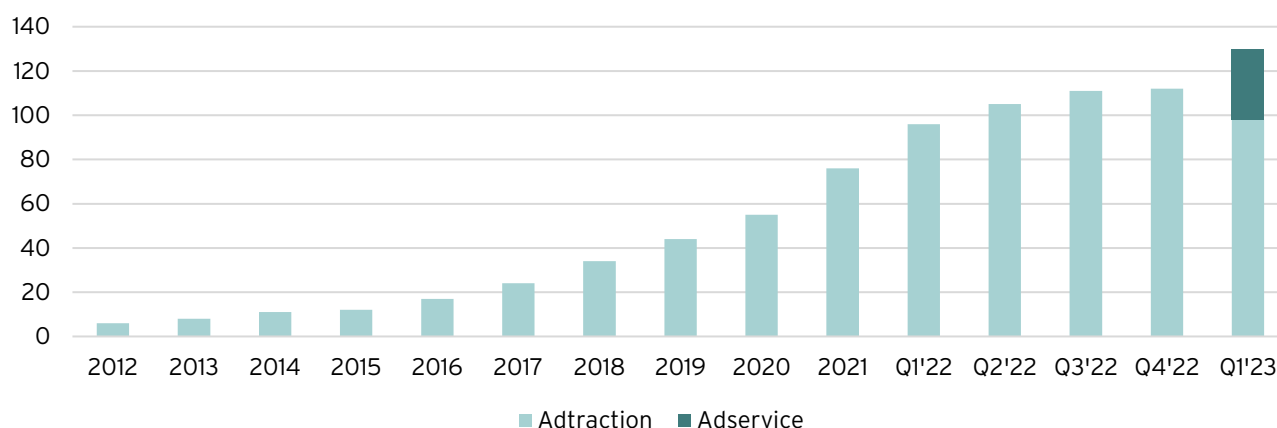


## Kostnader

Adtractions största kostnadspost är handelsvaror, vilket innebär partnerkostnader som i praktiken är utbetalningar till Adtractions partner. Historiskt har kostnadsposten ökat i ungefär samma takt som omsättningen, vilket vi tror den kommer fortsätta göra framöver.

Sedan följer personalkostnader, som stigit i takt med att bolaget expanderat till nya geografiska marknader. De senaste kvartalen har anställningstakten planat ur, och justerat för förvärvet av Adservice sjönk antalet anställda i Q1'23. Likväl var personalkostnaderna något högre än vi hade räknat med vilket påverkade lönsamheten negativt. Övriga rörelseintäkter och kostnader består av valutakurseffekter. Nettoeffekten i Q1'23 blev en valutakursförlust på drygt 1,7 MSEK och justerat för den var EBITDA-marginalen drygt 4 %, vilket är i nivå med Q1'22.

Antal anställda



I och med vår tro på ett ökat lönsamhetsfokus räknar vi med att anställningstakten bortsett från förvärvet fortsatt kommer vara låg framöver, vilket kommer bidra till förbättrad lönsamhet på lite längre sikt.

Den sista kostnadsposten vi vill nämna är avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar. Adtraction redovisar enligt K3 vilket innebär att bolaget skriver av goodwill och kundrelationer löpande. Dessa poster tas upp på balansräkningen vid förvärv och vi har sett att avskrivningarna ökat i takt med att Adtraction förvärvat andra bolag. Förvärvet av Adservice är betydligt större än tidigare förvärv, och avskrivningarna kommer således öka kraftigt vilket kommer ha en negativ påverkan på EBIT. Bolagets avskrivningar är nästan uteslutande relaterade till förvärv, vilket gör att EBITDA och EBITA är nästan identiska<sup>2</sup>. Bolaget kommunicerar ofta i termer av EBITA, men eftersom bolaget inte särredovisar vad som är materiella och immateriella avskrivningar i resultaträkningen föredrar vi att använda EBITDA framför EBIT så att siffrorna blir korrekta.

Sammantaget anser vi därför att EBITDA och FCF är lämpligare mått att använda för att värdera Adtraction än exempelvis EBIT och vinst. Eftersom bolaget genererar starka kassaflöden anser vi att FCF ger en mer rättvis bild av bolagets underliggande lönsamhet. Det gör även att värderingen blir mer jämförbar med bolag som redovisar enligt IFRS.

## Annonsörer och partner

### Annonsörer

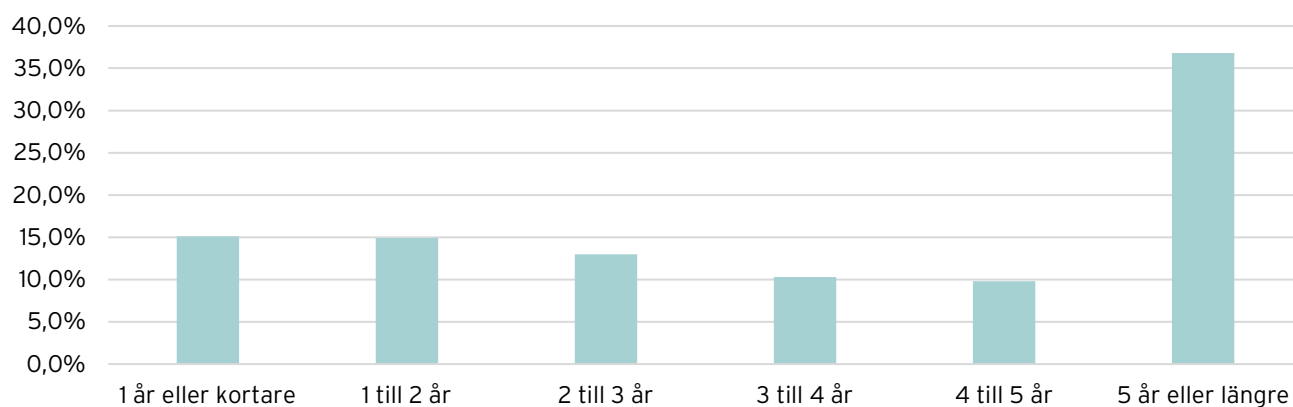
Adtraction har en bred kundbas bestående av fler än 1800 annonsörer. Det är ofta små till medelstora bolag men även en del större. En stor del av kundbasen återfinns inom affärsområdet E-handel, och inkluderar allt från bolag som säljer kläder och inredning online till streamingtjänster. Inom affärsområdet Finans återfinns främst kunder som förmedlar olika typer av lån och relaterade tjänster till privatpersoner.

Kunder i urval		
Lyko	Åhléns	Storytel
Viaplay	Svea Ekonomi	Hellofresh
Lendo	Smarta	Savelend

2020 stod bolagets 10 största annonsörer för 22 % av omsättningen, samtidigt som bolagets 10 största partner stod för 30 % av omsättningen<sup>23</sup>. Detta är något vi gillar, då det reducerar risken för intäktsbortfall vid förluster av enskilda kunder.

Utöver detta har en majoritet av bolagets annonsörer varit aktiva på Adtractions plattform i fem år eller längre. Vi anser att detta indikerar en hög kundnöjdhet och lojalitet, samt att Adtraction lägger stor vikt vid att bygga långvariga och hållbara kundrelationer.

Intäktsfördelning baserat på hur länge annonsören varit aktiv på Adtractions plattform



Adtractions annonsörer har vanligtvis en lägre kundanskaffningskostnad jämfört med andra marknadsförings- och försäljningskanaler. Eftersom annonsörerna enbart betalar för faktiska försäljningar är Adtractions tjänst ett säkert val, särskilt i tider av osäkerhet<sup>8</sup>. Det innebär dock inte att vare sig annonsören eller Adtraction är immuna mot en svag konjunktur.

## Partner

Adtraction har över 7500 partner, och dessa kan delas in i fem olika kategorier.

### Adtractions partner

#### Innehåll

Inkluderar olika hemsidor som exempelvis nyhetssajter, produktforum osv. Allt ifrån stora mediahus till nischade hemsidor som drivs av en privatperson.

#### Influencers

Profiler som är inriktade mot olika plattformar, såsom Instagram, YouTube eller Tik-Tok. Kategorin innehåller även podcasts och bloggar.

#### Affiliates

Olika hemsidor som driver exempelvis lojalitetsprogram, cashbackprogram, kupong- och rabattprogram och nyhetsbrev.

#### Tech

Inkluderar mobilappar, jämförelsetjänster och dataflödesaggregatorer, vilket är bolag som arbetar med att samla in och konsolidera data från olika källor.

#### Finans

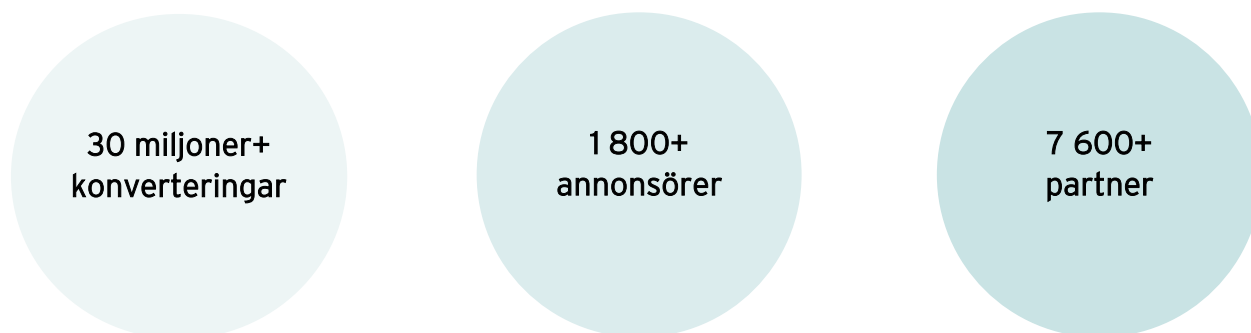
Partner som är inriktade på marknadsföring inom finanssektorn. Det kan exempelvis vara aktörer inom sökoptimering, som optimerar en webbplats och dess innehåll för att förbättra dess synlighet och ranking på sökmotorernas resultat.

Partner går i riktning mot att vilja marknadsföra välkända varumärken, då dessa tenderar att generera mer försäljning och därmed högre provision<sup>23</sup>. Varje partner väljer själv vilken eller vilka annonsörer som den vill samarbeta med, och här blir Adtractions fokus på kvalitet en viktig fördel för att attrahera duktiga partner.

Vi gillar även att Adtraction har många olika typer av partner, eftersom det ger Adtractions plattform en större räckvidd vilket i förlängningen förstärker nätverkseffekterna. En Influencer inom smink har exempelvis inte samma målgrupp som någon som läser bilmagasin och vice versa.

Att Adtraction har en stor mängd partner inom många olika kategorier är även positivt ur ett diversifieringsperspektiv. Om en specifik partner eller partnerkategori av någon anledning skulle få problem och falla bort blir effekten på Adtractions verksamhet mindre.

### Adtractions plattform



## Förvärv

Adtraction har historiskt genomfört förvärv av andra bolag. Nedan följer en översikt över bolagen samt till vilken estimerad EBIT-multipel förvärven gjorts.

Namn	År	Köpeskillning	EBIT	xEBIT
Connects AG	2020	2 025 000 CHF*	557 000 CHF	4,8
Klara Lån	2021	25 000 000 SEK	5 100 000 SEK	4,9
Digital Advisors	2021	16 920 000 DKK	3 532 000 DKK	4,7
Adservice	2022	166 000 000 DKK	24 800 000 DKK	6,7

*\*Pris för 75% av aktierna i bolaget. Hela bolaget värderas till 2 700 000 CHF, vilket är siffran som använts för att beräkna EBIT-multipeln*

Adtraction använder förvärv för att utöka sitt nätverk av annonsörer och partner när de anser att det är lämpligt. Historiskt har förvärven inte gjorts för att komma åt nya teknologiska lösningar, utan de förvärvade bolagens system har ersatts med Adtractions egen plattform. Annonsörer och partner i det förvärvade bolaget har lagts till på Adtractions plattform, vilket lett till ökat intresse bland Adtractions befintliga partner att marknadsföra för annonsörer i ett annat land, och vice versa<sup>1</sup>. Förvärven har alltså historisk lett till att nätverkseffekterna förstärkts över landsgränser. I fallet med Adservice kommer bolagen att fortsätta drivas som två separata enheter och varumärken.

### Adservice

Den 18:e januari 2023 meddelade Adtraction att bolaget ingått ett avtal om att förvärva samtliga aktier i Adservice. Förvärvet slutfördes 31 januari 2023 och köpeskillingen på kassa- och skuldfri basis uppgick till cirka 252 MSEK. Adservice är ett danskt bolag inom affiliatemarknadsföring med ett av Nordens största affilientätverk. Adservice var tidigare Adtractions största konkurrent och tillsammans kommer de ha en dominerande marknadsposition i Norden.

Grundat	2007	Annonsörer	400
Grundare	Casper Grud och Øystein Åsebø	Partner	1200

Bolaget är verksamma i Danmark, Sverige, Norge, Finland, Tyskland, Spanien, och Frankrike, men även i Mexiko.

Huvudkontor	• Århus, Danmark	
Kontor	• Helsingfors, Finland	
	• Barcelona, Spanien	
	• Köpenhamn, Danmark	
	• Madrid, Spanien	
	• Stockholm, Sverige	

## Förvärvet i siffror

Köpeskillingen på kassa- och skuldfri basis uppgick till cirka 252 MSEK. Betalningen skedde via en kontantdel om cirka 182 MSEK och genom en kvittningsemission 70 MSEK. Bolagets räntebärande skulder ökade med 60 miljoner SEK som en del av finansieringen. Detta gjordes för att förstärka Adtractions finansiella ställning, och har fortfarande en nettokassa efter förvärvet.

### Köpeskilling

Köpeskilling på kontant- och skuldfri basis	cirka 252 MSEK
Kontantdel	182 MSEK
Kvittningsemission	70 MSEK (2 000 000 aktier, 35 SEK/aktie)

### Adservice siffror, baserat på R12 t.o.m 30:e september 2022

Nettoomsättning	426 MSEK
EBITA-marginal	8,4%
EBITA	35,9 MSEK
EV/S	0,6
EV/EBITA	7,0

## Emissioner i samband med förvärv

I samband med förvärvet gjordes en riktad nyemission samt en kvittningsemission för att finansiera förvärvet av Adservice. Teckningskursen i de båda emissionerna sattes till 35,0 SEK per aktie. I och med emissionen tillfördes Adtraction 100 MSEK.

### Emission i sammandrag

<b>Totalt antal aktier före förvärv</b>	<b>11 750 000</b>
Antal nya aktier, riktad emission	2 857 143
Antal nya aktier, kvittningsemission	2 000 000
<b>Summa antal nya aktier</b>	<b>4 857 143</b>
<b>Totalt antal aktier efter förvärv</b>	<b>16 607 143</b>
Utspädning, totalt*	29,2%
Procentuell ökning av antalet aktier**	41,3%

\* $(\text{summa antal nya aktier} / \text{totalt antal aktier efter förvärv})$

\*\* $(\text{summa antal nya aktier} / \text{totalt antal aktier före förvärv})$

Adservice är Adtractions största förvärv hittills, och i och med förvärvet ökar Adtraction omsättningen med nästan 50 % samtidigt som EBITA fördubblas. Adservice har en högre rörelsemarginal än Adtraction, vilket kommer ha en positiv påverkan på den totala lönsamheten.

## Adservice

Adservice har en egenutvecklad teknikplattform, som bland annat innehåller statistikverktyg, sömlös integration med andra plattformar, jämförelselösning, API hub-lösning och avancerad spårning. Bolaget har ett stort nätverk av partner med flera olika mediekkanaler som till exempel bloggar, webbplatser, nyhetsbrev, sociala medier.

### Adservices erbjudande

#### Adservice Tracking Platform

Egenutvecklad, avancerad spårningslösning som gör det möjligt för annonsören att spåra sina leads och försäljningar som genererats genom Adservice-kampanjer. Noggrann spårning är viktigt inom affiliatemarknadsföring, eftersom adblockers och cookie-blockerare används i allt högre utsträckning och kan leda till en felaktig representation av kampanjresultat. Affiliate marketing är starkt beroende av exakt spårning eftersom resultatet av kundens agerande avgör om annonsören måste betala nätverket för en konvertering.



#### Adservice callbackfunktion

Funktionen möjliggör för annonsören att fortsätta använda sin nuvarande plattform när denne arbetar med Adservice. Callbackfunktionen matar automatiskt kundens nuvarande system med Adservice data om konverteringar.



#### Integrationer

Adservice har en sömlös integration med alla ledande plattformar och kan enkelt integreras med exempelvis Google Ads, Google Analytic och Facebook Tracking.



#### API Hub

Adservice API Hub är en online-tjänst som integreras en gång och som riktar sig till finansbranschen. I stället för att en kund måste skicka in flera ansökningar till flera annonsörer, så skickas kundens live-ansökan direkt till många olika annonsörer samtidigt.



#### Adservice jämförelselösning

Funktionen gör det enkelt för kunden att skapa en jämförelsesida eller tjäna pengar på sin befintliga webbplats. Kunden kan implementera lösning på vilken webbplats som helst och all data uppdateras automatiskt.



#### Avancerad statistik

Både annonsörer och partner erbjuds avancerad statistik så att de kan jämföra och utveckla sina insatser. Lösningen möjliggör för annonsören att se på vilken enhet kampanjerna konverterar bäst, vilken tid på dagen som är mest lönsam och vilka medier som levererar mest trafik.



#### Adservice Influencer

Adservice har också en tjänst som de kallar Adservice Influencer, som är ett specialanpassat nätverk av influencers. Med tjänsten kan man koppla samman varumärken med konsumenter genom influencers. Kampanjernas prestanda går att övervaka i Adservice plattform och går att integrera med andra ledande digitala marknadsföringsplattformar som Facebook, Instagram, Youtube och Twitch.





## Synergieffekter

Vår bedömning är att det finns flera potentiella synergieffekter som kan uppstå vid sammanslagningen av Adtraction och Adservice.

**Ökade nätverkseffekter.** Först och främst tror vi att nätverkseffekterna kommer öka som en följd av att bolaget blir större. Adtractions annonsörer får nu tillgång till Adservice partner och tvärt om, vilket innebär att det totala värdet av det nya större bolagets tjänster bli högre.

**Tekniska synergier.** Vi utgår också från att Adtraction kan dra nytta av Adservices tekniska plattform och verktyg, och vice versa. Det kan alltså finnas tekniska synergier bolagen emellan som kan leda till ökad effektivitet.

**Bredare produkterbudande.** Adtraction och Adservice kan nu samarbeta för att erbjuda sina respektive kunder ett bredare utbud av produkter och tjänster. Genom att kombinera sina styrkor kan de två bolagen nu erbjuda ett mer omfattande tjänsteutbud, vilket kan öka deras konkurrenskraft på marknaden.

**Starkare marknadsposition.** Adservice har en stark position inom segmentet Finans, medan Adtraction är starka inom segmentet E-handel. Vår bedömning är att förvärvet förstärker Adtractions marknadsposition avsevärt och att bolaget nu är dominerande på den nordiska marknaden, både inom affärsområdena Finans och E-handel.

**Pricing power.** Vidare tror vi att förvärvet kommer leda till pricing power. Med en mer avslappnad konkurrenssituation tror vi att bolaget kommer kunna öka take-raten gentemot partner utan att det påverkar bolagets marknadsandel avsevärt, och utan att det skapar en spiral av prissänkningar hos konkurrenterna. På lite sikt tror vi detta kan ha en positiv inverkan på bolagets marginaler. Det är dock svårt att spekulera kring hur stor den här effekten kan komma att bli.

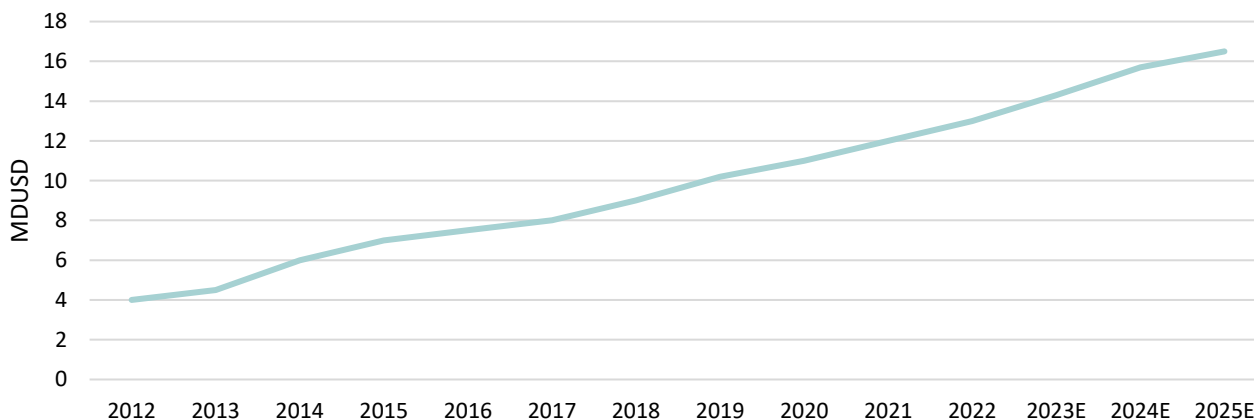
**Kostnadssynergier.** Slutligen borde förvärvet kunna leda till kostnadssynergier. Det skulle exempelvis kunna röra sig om sammanslagningar av kontor eller olika avdelningar i bolaget.

## Marknad

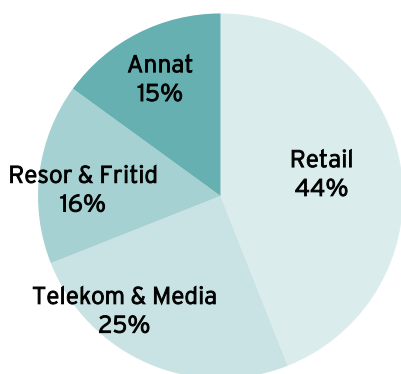
Adtraction är verksamma inom marknadsföring. Begreppet är brett och inkluderar alla aktiviteter företag utför för att fånga kunders och potentiella kunders intresse för företagets erbjudande. I det här avsnittet kommer vi dock fokusera på affiliatemarknadsföring där Adtraction är verksamma.

Den globala marknaden för affiliatemarknadsföring är stor och har växt kraftigt de senaste åren. Enligt Influencer Marketing Hub förväntas marknaden vara värd 14,3 MDUSD 2023, och 15,7 MDUSD 2024<sup>11</sup>.

### Global marknad för affiliatemarknadsföring



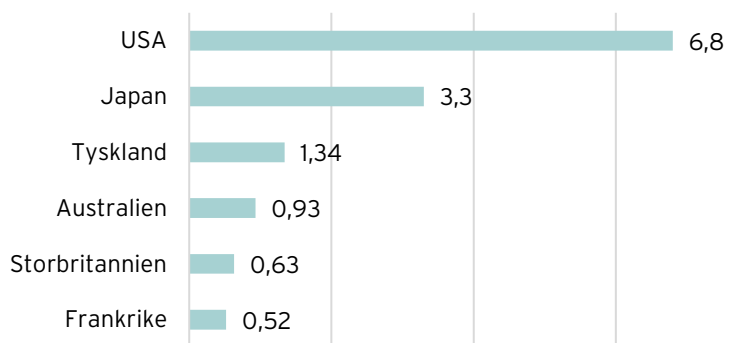
### INTÄKTSFÖRDELNING PER SEKTOR



Affiliatemarknadsföring står idag för cirka 16 procent av världens e-handelsintäkter. Retailsegmentet är störst och klädbranschen utgör ungefär en fjärdedel av alla affiliate-program totalt sett<sup>23</sup>.

Den absolut största marknaden för affiliatemarknadsföring är USA, som är mer än dubbelt så stor som den näst största marknaden Japan. Andra stora marknader är Tyskland, Australien, Storbritannien och Frankrike<sup>22</sup>.

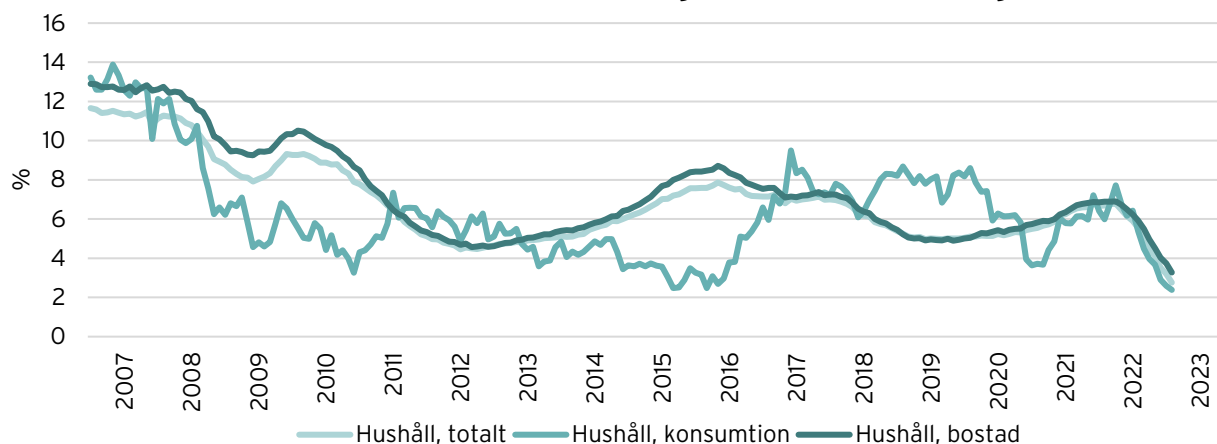
### MARKNADSSTORLEK I MILJARDER \$ (2020)



## Affärsområde Finans

Inom affärsområdet Finans hjälper Adtraction bolag på lånemarknaden att marknadsföra sina tjänster. Adtraction påverkas således indirekt av antalet nya lån som beviljas. Marknaden för utlåning till hushållen har fluktuerat sedan 2007, men uppvisat en stabil årlig tillväxttakt.

Tillväxttakt i utlåning till hushåll i Sverige

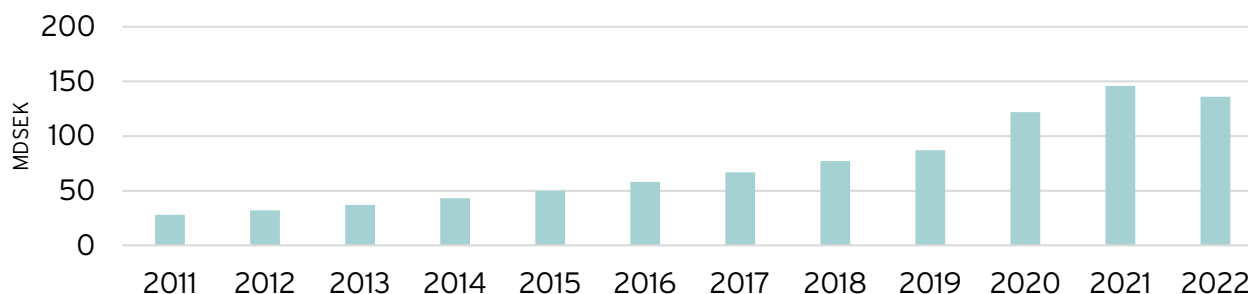


Under 2022 var den årliga tillväxttacken för total utlåning till hushåll 4,5 procent, vilket är den lägsta observerade nivån sedan november 2012<sup>19</sup>. Trots detta lyckades Adtraction växa bruttoresultatet inom Finans med 23 %, och större delen av detta var organisk tillväxt<sup>2</sup>. Det tyder på att bolaget tagit marknadsandelar, och att bolaget har en konkurrensfördel gentemot sina konkurrenter.

## Affärsområde E-handel

Det har även varit ett utmanande år för den svenska marknaden för e-handel. Marknaden har uppvisat tillväxt sedan 2011, och 2022 var det första året som marknaden minskade<sup>20</sup>.

Marknaden för e-handel i Sverige



Detta till trots lyckades Adtraction växa bruttoresultatet inom E-handel med 35,3 %, vilket även här indikerar att bolaget tar marknadsandelar och har en konkurrensfördel.

## Marknadstrender

En av de primära faktorerna tillväxten inom affiliatemarknadsföring är den ökande digitala närvaron samt användandet av internet och sociala medier. 4,5 miljarder människor över hela världen hade tillgång till internet i januari 2021, vilket skapar en enorm potential för marknadsföring via digitala kanaler<sup>12</sup>. Affiliates kan använda sociala medier som Instagram, YouTube och Facebook för att skapa engagemang och driva trafik till affiliate-länkar.

En annan viktig faktor är den ökande användningen av mobiltelefoner, som har gjort det möjligt för affiliates att marknadsföra produkter och tjänster direkt till användare på deras mobila enheter. 2021 fanns det 7,1 miljarder mobila användare globalt, vilket skapar nya möjligheter för affiliates att nå potentiella kunder på en mobil plattform<sup>14</sup>.

En ytterligare faktor som har bidragit till den snabba tillväxten är ökningen av e-handeln. E-handeln har sett en betydande tillväxt under de senaste åren, särskilt under COVID-19-pandemin när många människor valde att handla online. Det har skapat en ökad efterfrågan för digital marknadsföring, inklusive affiliatemarknadsföring, som ett effektivt sätt för företag att marknadsföra sina produkter och tjänster online<sup>13</sup>.

En annan faktor som har bidragit till tillväxten är de låga riskerna för både annonsörer och partner. Partner kan börja marknadsföra produkter och tjänster med minimala kostnader samtidigt som annonsörer endast betalar för konkreta resultat i form av försäljning eller konverteringar, vilket minimerar risken för att betala för ineffektiv marknadsföring.

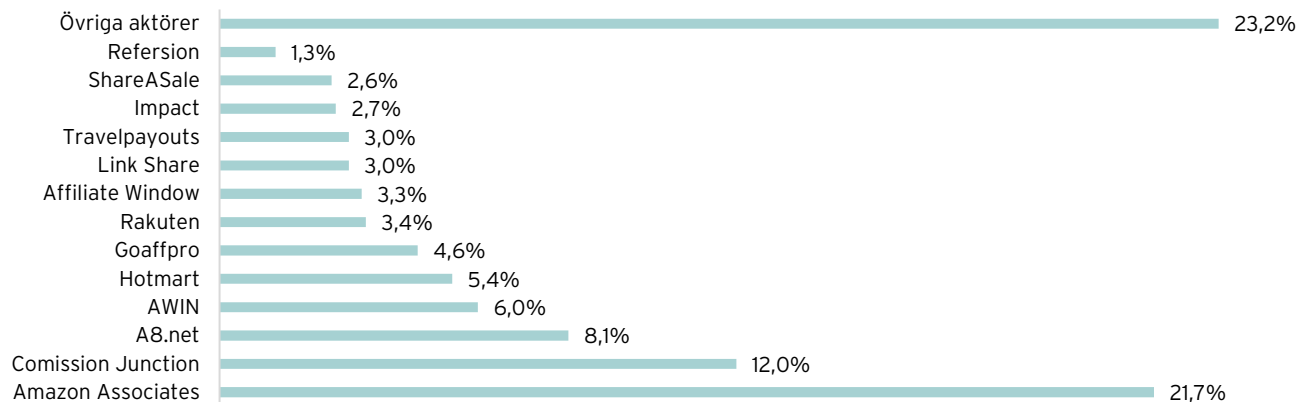
Slutligen har även den ökade tillgången till data och analysverktyg bidragit till att driva tillväxten inom affiliatemarknadsföring. Affiliates och annonsörer kan använda data och analysverktyg för att optimera sina kampanjer, rikta in sig på rätt målgrupper och optimera sin marknadsföring för att maximera försäljningen.

Sammanfattningsvis är Adtraction verksamma på affiliate-marknaden, som förväntas växa kraftigt i flera år framöver. Tillväxten på Marknaden drivs av flera strukturella trender som digitalisering och ökad e-handel. Dessutom har Adtraction visat en förmåga att växa intäkterna snabbare än marknaden generellt inom båda bolagets affärsområden, vilket tyder på att bolaget har konkurrensfördelar och en stark position på marknaden. Vår bedömning är att bolaget är väl positionerat att ta en del av den växande marknaden, och att bolaget kommer kunna leverera stark tillväxt i flera år framöver.

## Konkurrenter

Marknaden för affiliatemarknadsföring är fragmenterad med en rad olika bolag som tillhandahåller sitt eget affilientätverk. I tillägg finns det en mängd olika produktkategorier och nischer spridda över många geografiska områden. Det har lett till en marknad bestående av många små aktörer som ofta är nischade mot en specifik produktkategori eller geografisk marknad. Likväl finns det flera globala aktörer med en betydande marknadsandel. Nedan listas bolagen efter uppskattad marknadsandel.

### Marknadsandelar affiliatebolag



Eftersom marknaden är relativt komplex med många aktörer, nischer och geografiska marknader är det svårt att peka på en specifik konkurrent som det största hotet. VD Simon Gustafson säger att Adservice var bolagets största konkurrent innan uppköpet. Börsnoterade Tradedoubler är en betydande konkurrent på den svenska marknaden och AWIN är stora på den europeiska marknaden. I övrigt finns det flera mindre uppstickare på den svenska marknaden, exempelvis Adrecord.

**Omsättning 2022:** 1 636 MSEK

**Räckvidd:** 3000+ annonsörer, 180 000 partner

**Tradedoubler**

**Omsättning 2022:** 4 500 MUSD

**Räckvidd:** 25 000+ annonsörer, 270 000+ partner

**AWIN**

**Omsättning 2021:** 76 MSEK

**Räckvidd:** 400+ annonsörer, 15 000+ partner

**adrecord**

## Konkurrensfördelar

Vår bedömning är att Adtraction har ett antal konkurrensfördelar som gör bolaget till en ledande aktör inom branschen.

**Service och support.** VD Simon Gustafson understryker att Adtraction har marknadens bästa service och support<sup>1</sup>. Adtraction har som policy att alltid vara tillgängliga för sina samarbetspartners, vilket tenderar att leda till ökad kundnöjdhet och lojalitet.

**Lokal närvaro.** Adtractions lokala förankring underlättar förståelsen för varje geografisk marknad. Det kan ge en ökad förståelse för vad kunderna efterfrågar, vilket kan bidra till att skapa skräddarsydda lösningar och erbjuda support på rätt språk. Nackdelen med lokal närvaro kan vara att det kräver resurser och investeringar i form av kontor och personal, vilket ökar bolagets kostnader.

**Användarvänlig och pålitlig plattform.** Adtractions samarbetspartners kan arbeta effektivt på plattformen, vilket leder till bättre resultat för både partner och annonsörer. En bra användarupplevelse kan också bidra till att attrahera nya kunder och behålla befintliga, vilket kan stärka bolagets marknadsposition. Plattformens pålitlighet ser till att samarbetspartner får betalningar i tid vilket leder till ökad kundnöjdhet.

**Inträdesbarriärer.** Att bygga ett stort nätverk av annonsörer och partner är resurskrävande. För att det ska finnas likviditet i plattformen krävs att ett visst antal annonsörer och partner uppnås, finns ingen likviditet i plattformen blir det svårt att attrahera nya samarbetspartner. Det gör det utmanande för nya aktörer att etablera sig på marknaden, och gör att vi anser att det finns inträdesbarriärer.

**Långa kundrelationer.** Majoriteten av Adtractions annonsörer har varit aktiva på plattformen i över fem år. Vi anser att detta tyder på en hög nivå av kundnöjdhet och att Adtractions affärsmodell där kunder endast betalar för faktiska resultat är attraktiv.

**Diversifierad kundbas.** Bolaget har en bred kundbas, vilket innebär att bolaget inte är beroende av enskilda kunder. Det gör Adtraction mer motståndskraftigt mot kundbortfall jämfört med konkurrenter som har en eller ett fåtal stora kunder.

**Spårbar och kvantifierbar marknadsföring.** Vi anser att Adtractions affärsmodell har betydande konkurrensfördelar jämfört med traditionell marknadsföring. Breda marknadsföringsåtgärder såsom reklam på TV eller busshållplatser är svåra att mäta och det är komplicerat att analysera vilka åtgärder som leder till försäljning. Det blir därför mer rationellt för annonsörer att satsa på åtgärder som går att kvantifiera och som leder till faktisk försäljning. Vår bedömning är att detta blir särskilt viktigt under en lågkonjunktur, då annonsörer bör vara särskilt måna om att få konkreta och mätbara resultat från sina marknadsföringsinsatser.

## Finansiell ställning

Adtraction hade vid utgången av Q4'22 en kassa på 142 MSEK, och inga räntebärande skulder. I samband med förvärvet av Adservice betalade Adtraction en kontant köpeskilling om 120 MDKK (cirka 182 MSEK). För att finansiera förvärvet och stärka balansräkningen genomförde Adtraction en riktad nyemission där bolaget tillfördes drygt 100 MSEK. I samband med förvärvet upptog bolaget även en räntebärande skuld på 60 MSEK för att ytterligare förstärka balansräkningen och ge ökat handlingsutrymme framöver. Lånet kommer ersättas med checkräkningskrediter under andra kvartalet vilket sänker bolagets finansiella kostnader<sup>24</sup>.

Finansiell ställning efter förvärvet av Adservice	
Kassa innan förvärvet	142 MSEK
Räntebärande skulder innan förvärvet	0
<b>Nettokassa innan förvärvet</b>	<b>142 MSEK</b>
Kontant betalning vid förvärvet	-182 MSEK
Riktad nyemission	100 MSEK
Kassa från lån	60 MSEK
Räntebärande skuld från lån	-60 MSEK
<b>Nettokassa efter förvärvet</b>	<b>60 MSEK</b>
<b>Nettokassa vid utgången av Q1'23</b>	<b>69,7 MSEK</b>

Vi anser att det var klokt av bolaget att stärka upp balansräkningen i samband med förvärvet genom att ta in mer pengar än de faktiskt behövde. Det ger bolaget ökat handlingsutrymme om oväntade händelser skulle inträffa och påverka bolagets verksamhet negativt. Dessutom ger det Adtraction möjlighet att fortsätta göra förvärv i framtiden om en intressant möjlighet dyker upp. Bolaget hade vid utgången av Q1'23 en kassa på 129,7 MSEK och räntebärande skulder på 60,0 MSEK, vilket ger en nettokassa vid utgången av kvartalet på 69,7 MSEK<sup>24</sup>. Sammantaget bedömer vi Adtractions finansiella ställning som stark.

## Finansiella mål

Adtraction har som övergripande målsättning att bolaget alltid ska växa, ha en internationell verksamhet, och att vara verksamma inom både E-handel och Finans. I tillägg har bolaget publicerat två finansiella målsättningar<sup>16</sup>. Vår bedömning är att bolaget kommer uppdatera de finansiella målen framöver efter förvärvet av Adservice.

Finansiella mål	
Tillväxt	Omsättningstillväxt på minst 20 % årligen
Marginal	Justerad EBIT-marginal över 7 %

## Risker

### Vikande konjunktur och e-handel

Adtraction är beroende av annonsörer som verkar inom e-handeln, och påverkas de negativt lär även Adtraction påverkas negativt. En minskning i konsumenternas köpkraft och ett försämrat konjunkturläge leder troligtvis till en vikande e-handel, vilket skulle kunna påverka Adtractions intäkter negativt. Å andra sidan är vår bedömning att Adtractions prestationsbaserade affärsmodell är relativt motståndskraftig i tuffa marknadsförhållanden.



Medel

### Högre räntor

Affärsområdet Finans påverkas sannolikt negativt av högre räntor. När räntorna stiger blir det mindre attraktivt att låna pengar vilket leder till färre nya lån och därmed färre transaktioner för Adtraction. Å andra sidan går det argumentera för att tuffare tider gör att fler tvingas låna pengar för att hålla huvudet ovanför vattnet. Adtraction har lyckats visa stark tillväxt inom Finans de senaste kvartalen trots att räntorna varit högre, så det är oklart hur mycket högre räntor påverkar bolagets affär.



Medel

### Regleringar på lånemarknaden

Affärsområdet Finans kan påverkas negativt av regleringar av långgivare. År 2020 infördes nya regleringar i Danmark som skärpte reglerna för högkostnadskrediter avsevärt. De nya reglerna innebar bland annat ett tak för räntor och kostnader för lånen, samt begränsningar i marknadsföring<sup>18</sup>. Sådana regleringar leder troligtvis till en minskning av antalet beviljade lån, vilket i sin tur kan påverka långgivares intäkter negativt. I förläggningen kan detta påverka Adtraction negativt eftersom bolaget har många långgivare som kunder. VD Simon Gustafson beskriver detta som den största risken för bolaget<sup>1</sup>.



Hög

### Integrationen av Adservice

Förvärvet av Adservice det största Adtraction någonsin har genomfört. Tidigare har Adtraction främst genomfört mindre förvärv och aldrig något i denna storlek. När det gäller större förvärv finns det en ökad risk för integrationsproblem som kan uppstå när verksamheterna ska slå samman. Det kan röra sig om praktiska utmaningar, exempelvis problem vid sammanslagningen av ekonomifunktionen eller vid flytten till gemensamma kontor. Dessutom kan det finnas kulturella skillnader mellan bolagen som leder till svårigheter i samarbetet.



Låg

### Konkurrens

Adtraction är verksamma i en bransch med hög konkurrens, och det finns risker för att nya aktörer kan komma in på marknaden eller att befintliga konkurrenter kan stärka sina positioner. Det kan påverka Adtractions marknadsandelar och förmåga att behålla sina kunder.



Låg



## Styrelse



### **Elin Eriksson, Styrelseordförande**

Elin är civilekonom och är även styrelseledamot i Portluder AB. Har tidigare varit styrelseledamot i Stora Enso Packaging, Stora Enso China Holdings AB och Box INC AB.

Innehav: 13 400 aktier

*Oberoende ställning i styrelsen.*



### **Max Heger, Styrelseledamot**

Har en Master of Science in Finance från Handelshögskolan i Stockholm. Har tidigare haft ledarpositioner i GodEL, iZettle, GodFond AB samt DPOrganizer AB. Max är för närvarande även styrelseledamot i Malindo Energy AB, AppJobs Sweden AB och GodFond AB.

Innehav: 95 092 aktier

*Oberoende ställning i styrelsen.*



### **Markus Bjernvall, Styrelseledamot**

Har en Master of Science in International Business från Göteborgs Universitet, samt en Master of Science från Suffolk University. Är även Styrelseledamot i Clickflow AB och Amveo AB.

Innehav: 2 266 522 aktier

*Beroendeställning i styrelsen*



### **Victoria Wang, Styrelseledamot**

M.Sc. General Management från Stockholm School of Economics samt M.Sc. i Biomedicin från Karolinska Institutet. Är COO i Camanio AB samt Sverigechef på Carasent ASA.

Innehav: 1 600 aktier

*Oberoende ställning i styrelsen.*

## Ledning



### **Simon Gustafson, VD**

Simon är civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Han har tidigare arbetat på SEB, och är för närvarande även styrelseledamot i Trippla AB, Amveo AB och Agila Group AB.

Innehav: 2 479 710 aktier

**Markus Bjernvall, Head of Platform**

Markus sitter även i ledningsgruppen.

Innehav: 2 266 522 aktier

**Christian Longberg, CTO**

Har en Master of Science in Lightweight Construction från KTH. Är även styrelseledamot i Sangilak AB och Söderbackens Fiber.

Innehav: 579 644 aktier

**Dominika Skretowska, COO**

Är civilekonom och har tidigare arbetat på de polska bankerna Getin Noble Bank S.A. samt Idea Bank S.A.

Innehav: 8 771 aktier

**Andreas Hagström, CFO**

Har en kandidatexamen i ekonomi från Högskolan i Gävle. Har tidigare arbetat som regionchef på PE Accounting Sweden AB, samt som controller på Ekonomibolaget i Sverige AB.

Innehav: 27 000 aktier

**Anna Hjortaas, CMO**

Har en Master of Science i Strategisk Marknadsföringsledning från Handelshögskolan BI i Oslo. Har tidigare arbetat i olika roller på Läkare Utan Gränser och SATS.

Innehav: 4 000 aktier

## Ägarbild

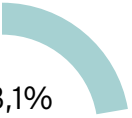
<b>Utestående aktier</b>	<b>Aktiekurs</b>	<b>Börsvärde</b>
16 607 143	39,2	651,0
<b>Antal aktieägare</b>	<b>Insiderägande</b>	<b>Free float</b>
1105	33,1 % av kapitalet	37,0 %

De största ägarna i Adtraction är VD Simon Gustafson, följt av Head of Platform Markus Bjernvall. På tredje plats återfinns North Port Invest AB, ett investmentbolag vars portfölj tycks bestå av endast ett innehav i Adtraction. Fjärde största ägare Jacob Notlöv har tidigare varit styrelseledamot i Adtraction. Därefter finns det några privatpersoner, inklusive Casper Grud och Øystein Åsebø, grundarna av Adservice, som erhöll aktier när Adtraction förvärvade bolaget. En annan noterbar ägare är den kände svenska investeraren Håkan Roos. Dessutom finns NEA Partner, ett svenskt investmentbolag med inriktning på entreprenörskap, som ägare. Slutligen finner vi Christian Longberg, CTO i Adtraction, bland ägarna.

Ägare	Antal aktier	Värde (MSEK)	Kapital	Röster
1. Simon Gustafson	2 479 710	103,3	14,9 %	14,9 %
2. Markus Bjernvall	2 271 042	94,6	13,7 %	13,7 %
3. North Port Invest AB	2 250 000	93,7	13,6 %	13,6 %
4. Jacob Notlöv	1 668 863	69,5	10,1 %	10,01 %
5. Casper Grud	1 570 000	65,4	9,5 %	9,6 %
6. Håkan Roos	1 176 000	49,0	7,1 %	7,1%
7. NEA Partner	791 322	33,0	4,8 %	4,8 %
8. Christian Longberg	579 644	24,1	3,5 %	3,5 %
9. Jesper Lyckeus	470 000	19,6	2,8 %	2,8 %
10. Øystein Åsebø	430 000	17,9	2,6 %	2,6 %

### Insiderägande

Vi finner tre insynspersoner bland de tio största ägarna, och de är markerade i blått i tabellen ovan. Insiders äger totalt 5 482 693 aktier i bolaget, vilket motsvarar 33,1 % av kapitalet och rösterna. Nio av tio insynspersoner i styrelsen och ledningen äger aktier i bolaget<sup>10</sup>. Vi gillar att majoriteten av insynspersonerna äger aktier då detta skapar incitament för att fokusera på långsiktig och hållbar affärsverksamhet vilket ligger i alla aktieägarnas intresse. Vi gillar även den höga andelen Insiderägande på 33,1%, vilket tyder på att bolagets nyckelpersoner tror starkt på bolagets framtida potential. Slutligen gillar vi även starkt att bolaget är grundarlett, och att Simon Gustafson som var med och grundade bolaget fortfarande är VD.



33,1%

### Utestående optionsprogram

Bolaget har i nuläget inget aktivt optionsprogram.

## Nuläge och outlook

Under de kommande kvartalen är vår bedömning att Adtraction kommer fokusera på integrationen av Adservice och att bli lönsamma på de geografiska marknader där de är aktiva. Vi förväntar oss inte att bolaget kommer att expandera till nya marknader under 2023, utan att tillväxten främst kommer att vara organisk. Detta är något VD Simon Gustafson betonar i rapporten för första kvartalet 2023. På lite längre sikt tror vi dock att bolaget kommer att fortsätta expandera till nya geografiska marknader.

Förvärvet av Adservice kommer att bidra till stark tillväxt under 2023, och eftersom Adservice har högre rörelsemarginal än Adtraction bör detta att ha en positiv effekt på den totala lönsamheten. Dessutom förväntar vi oss att anställningstakten kommer att vara låg under 2023 samtidigt som omsättningen ökar organiskt. Detta kommer också att bidra till förbättrad lönsamhet tack vare bolagets skalbara affärsmodell. Med sin nya dominerande marknadsposition i Norden förväntar vi oss också att Adtraction kommer att ha ökad pricing power, vilket skulle kunna bidra till att stärka marginalen ytterligare.

Vi tror även att bolaget kommer att generera starka fria kassaflöden från 2023 och framåt. Detta kommer att leda till en kassauppbyggnad som bidrar till att stärka balansräkningen, vilket ger ökat handlingsutrymme och flexibilitet. Eftersom marknaden är fragmenterad med många små spelare ser vi stora möjligheter för Adtraction att använda sina kassaflöden till att konsolidera marknaden genom förvärv. När integrationen av Adservice är på plats förväntar vi oss att bolaget kommer att fortsätta sin förvärvsresa. När plattformen växer organiskt och genom förvärv ökar också nätverkseffekterna på plattformen, vilket leder till ökat värde för annonsörer och partner.

I rapporten för första kvartalet 2023 växte Adtraction omsättningen med 45,0 %. Den organiska omsättningstillväxten exklusive förvärvet av Adservice uppgick till 10 %<sup>24</sup>. Givet inbromsningen på e-handels- och lånemarknaden anser vi att tillväxten är stark. VD Simon Gustafson ser med tillförsikt på framtiden. Han räknar med positiv organisk tillväxt för affärsområdet E-handel under andra kvartalet, samtidigt som han inte ser framför sig en stark tillväxt för affärsområdet Finans.

Sammanfattningsvis ser vi positivt på Adtractions framtid. Bolaget har en stark marknadsposition och verkar på en marknad med stark underliggande tillväxt och vi anser att bolaget har goda möjligheter att fortsätta leverera lönsam tillväxt med starka kassaflöden under en lång tid framöver.

*”Vi tror att det finns fler M&A-möjligheter på marknaden och vi fortsätter förstås arbetet med att utvärdera olika bolag. Under ett par kvartal kommer vi att fokusera på integrationen av Adservice, och vi bedömer att vi som tidigast kommer att genomföra ytterligare förvärv i slutet av året.”*

- VD Simon Gustafson

## Värdering

Key stats			
Antal aktier	11 750 000	Börsvärde (MSEK)	651,0
Nya antal aktier*	4 857 143	Nettokassa** (MSEK)	69,7
Totalt antal aktier	16 607 143	EV (MSEK)	581,3
Aktiekurs (SEK)	39,2	EV 2025E efter kassauppbyggnad (MSEK)	288,2

\*Från nyemissionen i samband med förvärvet av Adservice

\*\* Vid utgången av Q1'23 efter förvärvet av Adservice

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	1016 MSEK	P/S	0,77
EBITDA	41,9 MSEK	EV/EBITDA	13,9
EBIT	16,9 MSEK	EV/EBIT	34,6
Vinst	12,9 MSEK	P/E	35,9
FCF	neg	P/FCF	neg

Källa: Börndata

Historiskt snitt					
	P/S	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,6	10,1	17,6	28,1	48,9

Källa: Börndata

Nyckeltal			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
18,7%	4,1%	1,7%	1,3%
FCF-marginal	ROE	ROA	ROIC
neg	4,1%	2,0%	5,8%

Källa: Börndata

## Peers

Vi anser att Tradedoubler är den mest lämpliga börsnoterade jämförelsepartnern för Adtraction. Tradedoubler har en längre historik än Adtraction och värderas betydligt lägre. En möjlig orsak till detta kan vara att Tradedoublers finansiella historik är mer volatil, och bolaget har haft flera år med sjunkande omsättning sedan 2013. Om man jämför bolagen på bakåtblickande siffror ser Adtraction dyrt ut jämfört med Tradedoubler. I och med förvärvet av Adservice anser vi att det är lämpligare att värdera Adtraction på framåtblickande siffror, vilket vi kommer göra i avsnittet nedan.

Bolag	EV	EV/EBITDA	EV/EBITDA, snitt 3 år	EBITDA%
Tradedoubler	254	3,1	4,8	4,9
Adtraction	581,3	13,9	10,1	4,1

Källa: Börndata

## Estimat

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>698,0</b>	<b>926,0</b>	<b>1 437,0</b>	<b>1 567,9</b>	<b>1 684,1</b>
% y-o-y	28,1%	32,7%	55,2%	9,1%	7,4%
Övriga intäkter	1,5	2,7	2	2	2
<b>Summa intäkter</b>	<b>699,5</b>	<b>928,7</b>	<b>1 439,0</b>	<b>1 569,9</b>	<b>1 686,1</b>
<i>P/S</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>
<b>Summa kostnader</b>	<b>673,1</b>	<b>903,7</b>	<b>1 405,0</b>	<b>1 525,7</b>	<b>1 632,7</b>
% y-o-y	29,0%	34,3%	55,5%	8,6%	7,0%
<b>EBITDA</b>	<b>34,9</b>	<b>40,3</b>	<b>86,7</b>	<b>96,7</b>	<b>106,1</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,3%</i>
% y-o-y	41,3%	15,5%	115,0%	11,6%	9,6%
<i>EV/EBITDA</i>	<i>16,7</i>	<i>14,4</i>	<i>6,7</i>	<i>6,0</i>	<i>5,5</i>
<i>EV/EBITDA*</i>	<i>16,7</i>	<i>14,4</i>	<i>5,9</i>	<i>4,5</i>	<i>3,4</i>
<b>EBIT</b>	<b>26,6</b>	<b>24,6</b>	<b>34,1</b>	<b>44,1</b>	<b>53,5</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>3,8%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,2%</i>
% y-o-y	9,0%	-7,5%	38,4%	29,6%	21,1%
<i>EV/EBIT</i>	<i>21,9</i>	<i>23,6</i>	<i>17,1</i>	<i>13,2</i>	<i>10,9</i>
<i>EV/EBIT*</i>	<i>21,9</i>	<i>23,6</i>	<i>15,1</i>	<i>10,0</i>	<i>6,7</i>
<b>Vinst</b>	<b>19,2</b>	<b>20,0</b>	<b>25,1</b>	<b>33,0</b>	<b>40,3</b>
<i>Vinstmarginal</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,4%</i>
% y-o-y	7,9%	4,2%	25,5%	31,4%	60,5%
<i>P/E</i>	<i>33,9</i>	<i>32,6</i>	<i>25,9</i>	<i>19,7</i>	<i>16,2</i>
<b>Justerat fritt kassaflöde</b>	<b>27,9</b>	<b>30,9</b>	<b>66,9</b>	<b>74,7</b>	<b>81,9</b>
<i>EV/Adj.FCF</i>	<i>20,8</i>	<i>18,8</i>	<i>8,7</i>	<i>7,8</i>	<i>7,1</i>
<i>EV/Adj.FCF*</i>	<i>20,8</i>	<i>18,8</i>	<i>7,7</i>	<i>5,9</i>	<i>4,4</i>

\*Dagens EV justerat för förväntad kassauppbyggnad

I vårt huvudscenario för räknar vi med att bolaget ökar omsättningen med 9 % exklusive förvärvet under 2023. Vi tror på en något lägre omsättningstillväxt än historiskt då vi tror bolaget kommer prioritera lönsamhet framför tillväxt, och eftersom VD Simon Gustafson såg tendenser till avmattning på marknaden i rapporten för första kvartalet 2023.

Vi har omvandlat Adservices siffror från DKK till SEK, och använt en valutakurs på 1,53 DKK/SEK. Eftersom Adtraction tillträdde förvärvet av Adservice 2023-01-31 är Adservices siffror för 2023E justerade för att inkludera 11 månader i stället för 12. Vi ser det som troligt att Adtraction kommer fortsätta förvärva bolag i framtiden, men detta är dock inte något vi räknar med i våra estimat.

Vi räknar med att bolagets EBITDA-marginal kommer stärkas, främst drivet av att Adservice har högre marginaler. Vidare tror vi att ökningen i personalkostnader för Adtraction bortsett från förvärvet avtar vilket ytterligare stärker marginalen. Vi har räknat med löneökningar utan någon vidare expansion av personalstyrkan. Vi tror även på modesta ökningar i personalkostnader för Adservice. I och med integreringen av Adservice tror vi bolagen kan uppnå kostnadssynergier genom sammanslagning av avdelningar och så vidare.

Vi räknar med att bolagets avskrivningar av goodwill och kundrelationer ökar kraftigt som ett resultat av förvärvet av Adservice, vilket belastar EBIT. Vi räknar med att avskrivningarna kommer landa på 52,6 MSEK per år, baserat på storleken på avskrivningarna i rapporten för första kvartalet 2023.

Om det är möjligt föredrar vi att värdera bolag på vinst. I Adtractions fall anser vi inte att detta ger en rättvis bild då bolaget efter förvärvet av Adservice kommer ha väldigt höga avskrivningar. Avskrivningarna påverkar EBIT och vinst negativt men har ingen inverkan på EBITDA, EBITA eller fria kassaflöden. Vi har valt att värdera Adtraction på framtida fria kassaflöden.

Justerat fritt kassaflöde	2023E	2024E	2025E
Adtraction (SEK)	38 253 203	43 639 490	48 573 328
<i>FCF conversion rate</i>	<i>76,1%</i>	<i>76,1%</i>	<i>76,1%</i>
Adservice (SEK)	28 665 885	31 033 350	33 277 855
<i>FCF conversion rate</i>	<i>78,8%</i>	<i>78,8%</i>	<i>78,8%</i>
Adtraction + Adservice	66 919 089	74 672 841	81 851 184
FCF conversion rate	77,2%	77,2%	77,2%

Vi har valt att justera de fria kassaflödena för förvärvsrelaterade kostnader och intäkter (som är av engångskaraktär), samt för förändringar i rörelsekapitalet som varierar kraftigt mellan åren. Vi anser att detta justerade mått ger en mer rättvis bild över bolagets underliggande förmåga att generera fria kassaflöden.

Genom att dividera justerat kassaflöde med EBITDA för åren 2018-2022 får vi fram en genomsnittlig justerad konverteringsgrad på det fria kassaflödet (FCF-conversion rate) på 76,1 % för Adtraction och 78,8% för Adservice. Om vi förutsätter samma konverteringsgrad i framtiden och applicerar dessa på estimerad EBITDA får vi fram estimerade justerade fria kassaflöden.

Vi har sedan applicerat en multipel för bolagets justerade fria kassaflöde som vi anser är rimlig. I det här fallet har vi valt att värdera bolaget till 15 gånger det justerade fria kassaflödet. Vi anser att detta är rimligt och till och med konservativt givet Adtractions starka historik av tillväxt, skalbara affärsmodell, kommande marginalexpansion och så vidare.

	Värdering			
	Multipel	Adj. FCF 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	15	81,9	1227,8	73,9
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>57,3</i>	<i>859,4</i>	<i>51,8</i>

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om Adtraction utvecklas likt våra estimat.



## Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,89	88,6%	23,6%	1,32	32,0%	9,7%

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

## Känslighetsanalys

xAdj. FCF	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	1 064,1	64,1	63,5%	744,8	44,9	14,4%
14	1 145,9	69,0	76,0%	802,1	48,3	23,2%
<b>15</b>	<b>1 227,8</b>	73,9	88,6%	<b>859,4</b>	51,8	32,0%
16	1 309,6	78,9	101,2%	916,7	55,2	40,8%
17	1 391,5	83,8	113,7%	974,0	58,7	49,6%
18	1 473,3	88,7	126,3%	1 031,3	62,1	58,4%

Om Adtraction utvecklas enligt våra estimat ser vi en uppsida på 88,6 % för 2025E, vilket motsvarar en CAGR om 23,6 %. Om vi applicerar en säkerhetsmarginal på 30 % ser vi istället en potentiell uppsida på 32,0 %, vilket motsvarar en CAGR om 9,7 %.



## Källor

1. <https://www.youtube.com/watch?v=K1hOeykixXO>
2. [Adtraction: Årsredovisning 2022](#)
3. [Adtraction: Årsredovisning 2021](#)
4. [Adtraction: Årsredovisning 2021](#)
5. [Adtraction: Årsredovisning 2021](#)
6. [Adtraction: Q4'22](#)
7. [Adtraction: Q3'22](#)
8. [Adtraction: Q2'22](#)
9. [Adtraction: Q1'22](#)
10. [Holdings | Adtraction Group | Ägare](#)
11. [The State of Affiliate Marketing: Benchmark Report \(2023\)](#)
12. [World Internet Users Statistics and 2023 World Population Stats](#)
13. [Global Ecommerce Update 2021 - Insider Intelligence Trends, Forecasts & Statistics](#)
14. [Forecast number of mobile users worldwide 2020-2025 | Statista](#)
15. [Network Effect: What It Is, How It Works, Pros and Cons](#)
16. [Adtraction: Q3'21](#)
17. [Adtraction: Pressmeddelande riktad nyemission](#)
18. [Ny kreditlag i Danmark är en av de strängaste i EU](#)
19. [Lägsta tillväxttakten för utlåning till hushåll på tio år \(scb.se\)](#)
20. [E-barometern Årsrapport 2022 | PostNord](#)
21. [The global growth of affiliate marketing by countries | CHEQ](#)
22. [The State of Affiliate Marketing: Benchmark Report \(2023\) \(influencermarketinghub.com\)](#)
23. [Adtraction: Prospekt börsnotering](#)
24. [Adtraction: Q1'23](#)
25. [Adtraction Q1 Report 2023 \(financialhearings.com\)](#)

## 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

---

Jakob Fritz äger aktier i det analyserade bolaget



Andra anställda på Kalqyl äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

