

2024-11-06

Adtraction redovisade minskad nettoomsättning och EBITA i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 291,8 MSEK (353,7). Vidare uppgick EBITA till 11,7 MSEK (24,4), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 4,0 procent (6,9). Periodens kassaflöde uppgick till 22,0 MSEK (11,0) och kassan ökade till 114,8 MSEK vid kvartalets utgång.

Potentiell vändpunkt

Adtraction minskade omsättningen med 17,5 procent i det tredje kvartalet. Bruttoresultatet minskade med 16,7 procent, vilket i sin tur medförde att EBITA minskade med 52,0 procent. Nedgången präglades fortsatt av en svag marknad över flera geografier inom både e-handels- och finansvertikalen. Det fjärde kvartalet har dock startat bättre än det tredje kvartalet och VD Gustafson är alltmer optimistisk inför en bättre marknad under 2025, vilket stärker vår tes om en bättre utveckling.

Förvärv av Adrecord

Den 1 oktober utökade Adtraction sin marknadsledande position i Sverige och Norden genom att förvärva samtliga aktier i konkurrenten Adrecord AB. Adrecord är verksam inom e-handel och har cirka 500 kunder och 1 000 partners. Den primära försäljningsmarknaden är Norden och under 2023 omsatte företaget 61,6 MSEK och genererade en EBIT om 3,4 MSEK. Förvärvet kommer in redan i Q4'24 och förväntas ge en omedelbar ökning av Adtractions EBITA.

Outlook

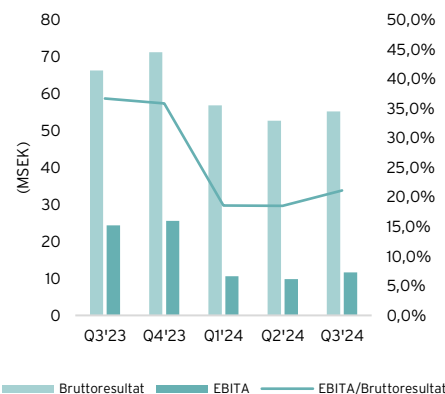
Adtractions rapport för det tredje kvartalet var relativt i linje med våra förväntningar. Vi har inkluderat förvärvet av Adrecord och justerat ned prognosen för rörelsekostnaderna, vilket föranleder en höjning av våra estimat. Vi ser rapporten som en potentiell vändpunkt då VD Gustafson angav en mer positiv utsikt än tidigare mot bakgrund av en ökad kundaktivitet. Adtraction värderas just nu till 7,4x EV/EBITA på våra estimat för 2025E, vilket vi anser är för lågt. Vårt motiverade värde för 2025E uppgår till 70,5 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 80,2 procent.

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	698,3	925,7	1344,3	1215,2	1357,2
Tillväxt y-o-y	n/a	32,6%	45,2%	-9,6%	11,7%
Övriga intäkter	1,5	2,7	5,7	4,5	6,0
Summa intäkter	699,7	928,4	1350,1	1219,7	1363,2
EV/S	0,8	0,6	0,4	0,5	0,4
Bruttoresultat	125,0	165,7	249,2	234,1	263,1
Bruttomarginal	17,9%	17,9%	18,5%	19,3%	19,4%
Rörelsekostnader	-106,0	-149,9	-253,3	-253,6	-256,7
Tillväxt y-o-y	n/a	41,4%	68,9%	0,1%	1,2%
EBITA	34,7	40,2	74,6	56,0	78,0
EBITA-marginal	5,0%	4,3%	5,5%	4,6%	5,7%
Tillväxt y-o-y	n/a	15,9%	85,6%	-24,9%	39,3%
EV/EBITA	16,6	14,3	7,7	10,3	7,4

Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	39,1
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	649,3
Nettokassa (MSEK)	114,8
EV (MSEK)	534,5
Insiderägande	32,8%
Nästa rapport	2025-02-21

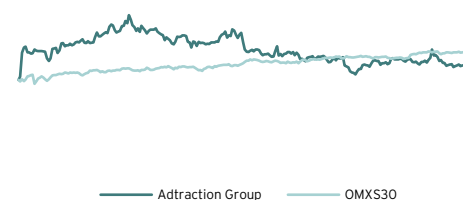
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-3,2	11,7	-5,3

Key Insights



Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden och efter förvärvet av Adservice stärktes marknadspositionen väsentligt. Vår bedömning är att förvärvet av Adservice bidrog till att öka plattformens nätverkseffekter och konkurrenskraftighet då den gemensamma plattformen växte sig betydligt större.



Skalbar affärsmodell

Adtractions skalbara affärsmodell leder till att bolaget kan öka bruttoresultatet i högre takt än rörelsekostnaderna. Vidare betalar bolagets kunder endast för faktiska resultat, vilket bidrar till stabila kassaflöden även i osäkra tider.



Låg värdering

Adtraction är enligt vår bedömning lågt värderat. Baserat på våra estimat för 2025E värderas bolaget till 7,4x EV/EBITA, vilket vi anser är för lågt givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet.

"Det fjärde kvartalet har historiskt varit det starkaste för Adtraction tack vare Black Friday och julhandeln som förstås är viktiga för Adtractions e-handelskunder. Vi förväntar oss samma säsongsmönster 2024. Vi ser alltså fram emot ett säsongsmässigt starkt fjärde kvartal, men framför allt tror vi att marknaden 2025 blir bättre än 2024 eftersom vi redan nu ser en ökad aktivitet från kunder."

- VD Simon Gustafson

Investeringscase

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

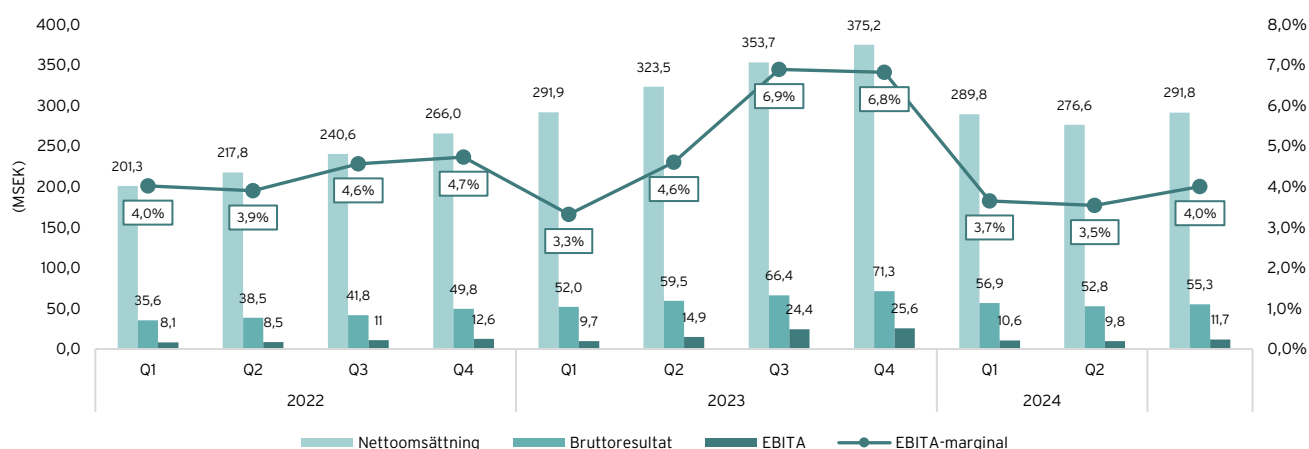
Relativt i linje med våra estimat

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 291,8 MSEK (353,7), vilket motsvarade en minskning med 17,5 procent. Minskningen var fortsatt hänförlig till en svag marknad i flera geografier inom både e-handels- och finansvertikalen samt avyttringen av Klara Lån i Q1'24.

Bruttoresultatet uppgick till 55,3 MSEK (66,4), vilket motsvarade en minskning med 16,7 procent. Justerat för avyttringen av Klara Lån minskade bruttoresultatet med 11,3 procent. Bruttomarginalen uppgick till 19,0 procent (18,8) och fortsatte öka mot föregående år, trots en utmanande marknad.

EBITA minskade med 52,0 procent till 11,7 MSEK (24,4), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 4,0 procent (6,9). Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar ökade endast med 1,4 procent, vilket visade att Adtraction bibehöll den goda kostnadskontrollen och att nedgången i EBITA fortsatt präglades av den svaga marknaden.

Finansiell utveckling



Estimat vs utfall

Rapporten kom in relativt i linje med våra förväntningar, men något på den svagare sidan. Orsaken till detta var den lägre omsättningen i plattformen och följaktligen det lägre bruttoresultatet. Det som framför allt stack ut i positiv bemärkelse var att rörelsekostnaderna kom in lägre än våra förväntningar och att Adtraction genomförde organisatoriska förändringar under kvartalet, vilket syftade till att stärka teamet och minska kostnadsmassan. Sammantaget anser vi att rapporten stärker Adtractions utsikter att förbättra EBITA-marginalen när det svaga marknadsläget vänder, vilket vi ser tecken på kan ske redan inom en snar framtid.

Utfall vs Estimat Q3 2024

(MSEK)	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24E	Q3'24A	Diff
Nettoomsättning	353,7	375,2	289,8	276,6	300,0	291,8	-8,2
% y-o-y	47,0%	41,0%	-0,7%	-14,5%	-15,2%	-17,5%	-2,7%
Övriga rörelseintäkter	1,4	1,9	0,9	1,6	1,4	0,9	-0,5
Summa intäkter	355,1	377,0	290,7	278,2	301,4	292,7	-8,7
Bruttoresultat	66,4	71,3	56,9	52,8	57,8	55,3	-2,5
Bruttomarginal	18,8%	19,0%	19,6%	19,1%	19,3%	19,0%	-0,3pp
% y-o-y	58,9%	43,2%	9,4%	-11,3%	-13,0%	-16,7%	-4,3%
Rörelsekostnader	-63,1	-67,1	-66,2	-62,1	-62,8	-61,9	-0,9
% y-o-y	70,9%	3,6%	14,9%	-5,2%	-0,5%	-1,9%	-1,7%
EBITA	24,4	25,6	10,6	9,8	14,1	11,7	-2,4
EBITA-marginal	6,9%	6,8%	3,7%	3,5%	4,7%	4,0%	-0,7pp
% y-o-y	121,8%	103,2%	9,3%	-34,2%	-42,3%	-52,0%	-17,0%

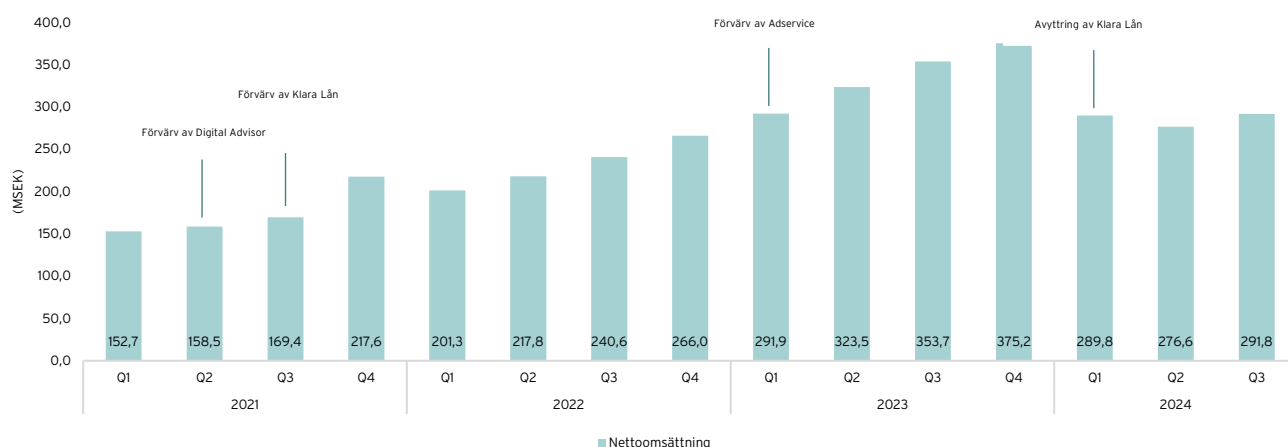
Potentiell vändpunkt

Nettoomsättning

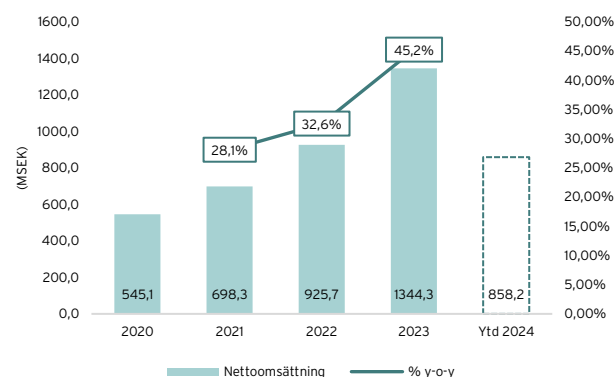
Den lägre omsättningen i plattformen berodde enligt bolaget på att den underliggande marknaden var fortsatt svag i flera geografier inom både e-handels- och finansvertikalen. Adtraction uppvisade tillväxt i Norge, Tyskland, Storbritannien, Frankrike och Italien, men nettoomsättningen påverkades i högre grad av en negativ utveckling på övriga marknader.

Vår bedömning är att utmaningarna som Adtraction stött på under 2024 är av övergående karaktär, vilket föranleder vår tro om att bolaget kan återgå till tillväxt inom snar framtid efter att marknadsbearbetningen av nya kunder gett resultat och marknadsförutsättningarna förbättras. Enligt bolaget har det vunnit ett antal nya affärer med annonsörer i den större storleksklassen med förväntad uppstart under det andra halvåret av 2024. Det fjärde kvartalet är dessutom ett säsongsmässigt starkt kvartal och enligt VD Gustafson har det startat bättre än det tredje. Gustafson var även alltmer optimistisk inför en bättre marknad under 2025 mot bakgrund av en ökad kundaktivitet. Sammantaget stärker detta vår tes om att kvartalet var en vändpunkt. Bolaget möter dock tufft jämförelsetal i det fjärde kvartalet, vilket försvårar möjligheterna att uppvisa tillväxt. Vår nuvarande utgångspunkt är att bolaget återgår till tillväxt under 2025.

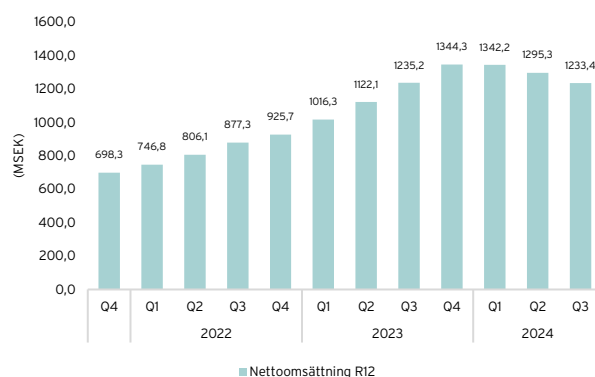
Nettoomsättning, kvartal



Nettoomsättning, helår



Nettoomsättning, R12



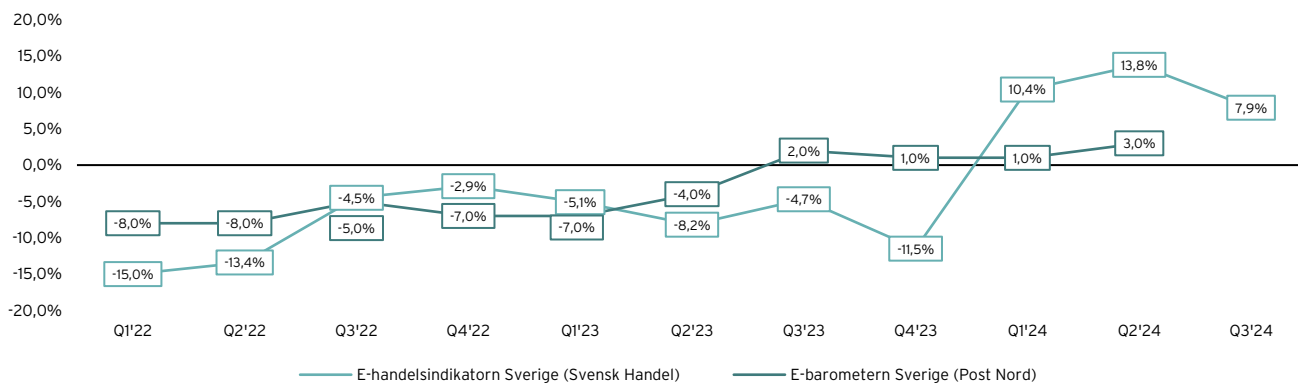
E-handel

Enligt bolaget har omsättningen i e-handelsvertikalen påverkats av budgetrestriktioner och enskilt pausade kampanjer från annonsörer samt en lägre efterfrågan från konsumenter under 2024. Vi betraktar budgetrestriktioner och enskilt pausade kampanjer som en tillfällig och icke hållbar åtgärd från annonsörer. Särskilt då neddragningar på Adtractions tjänster leder till minskad försäljning och lönsamhet över tid för annonsörerna samt att de endast betalar när en faktisk transaktion sker. Vi förväntar oss därmed att annonsörer succesivt återgår till Adtractions tjänster i högre utsträckning, vilket bolaget ser en ljusning kring.

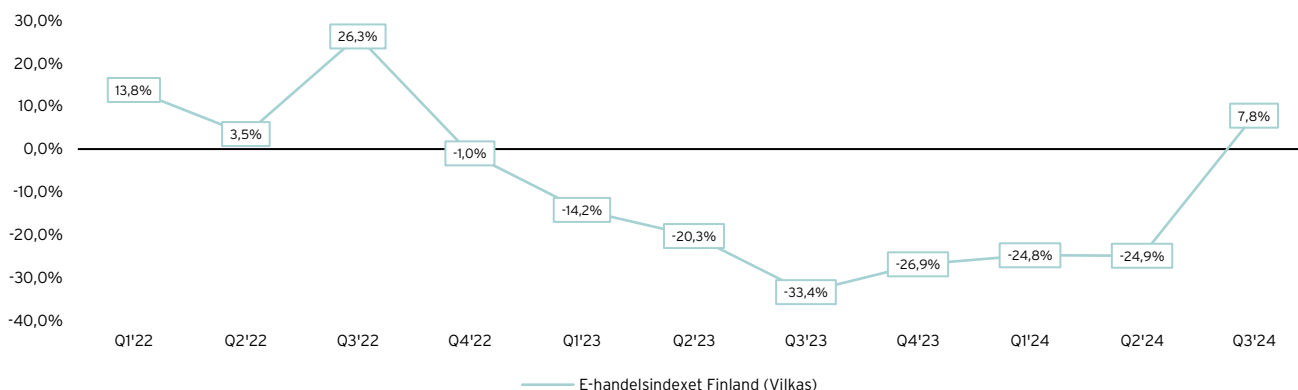
Enligt Svensk Handel ökade e-handels omsättning i Sverige med 7,9 procent under kvartalet¹. De tre senaste kvartalen indikerar således på en tydlig vändning för den svenska e-handeln. Post Nords mätning indikerar också på en starkare köpkraft från konsumenter, även om deras mätning visar en betydligt lägre tillväxttakt för den svenska marknaden (inte publicerat siffrorna för Q3)². Ytterligare ett positivt tecken var att den finska e-handelsmarknaden ökade med 7,8 procent enligt Vilkas³. Den finska e-handelsmarknaden uppvisade därmed en tillväxttakt för första gången på två år. Sammantaget finns det tecken på en högre efterfrågan på den för Adtraction viktiga e-handelsmarknaden i Norden. Notera dock att Adtractions e-handelsvertikal innehåller fler vertikaler än bara faktisk e-handel och att mätningarna således inte korrelerar fullt ut.

E-handelsverksamheten utanför Norden är betydligt mindre och möter tuff konkurrens jämfört med i Norden. Adtraction kan i nuläget inte konkurrera med bäst distribution som i Norden, vilket har att göra med lägre nätverkseffekter. Bolaget har trots detta bevisat att det kan expandera affären och ta marknadsandelar från andra aktörer med strategin att ge högre service och prestation till främst mindre annonsörer. Strategin är smart och skapar möjligheter för Adtraction att fortsätta ta marknadsandelar från konkurrenter utanför Norden.

Kvartalsvis tillväxttakt för e-handelsmarknaden, Sverige



Kvartalsvis tillväxttakt för e-handelsmarknaden, Finland

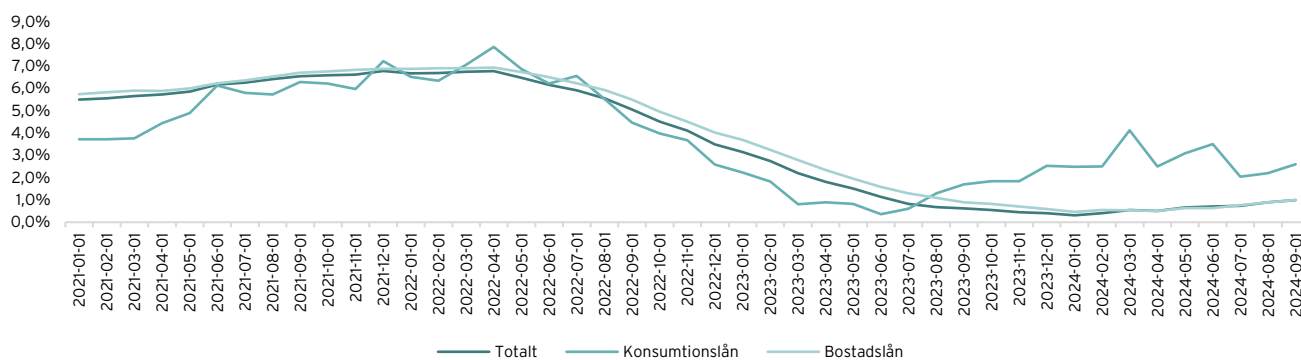


Finans

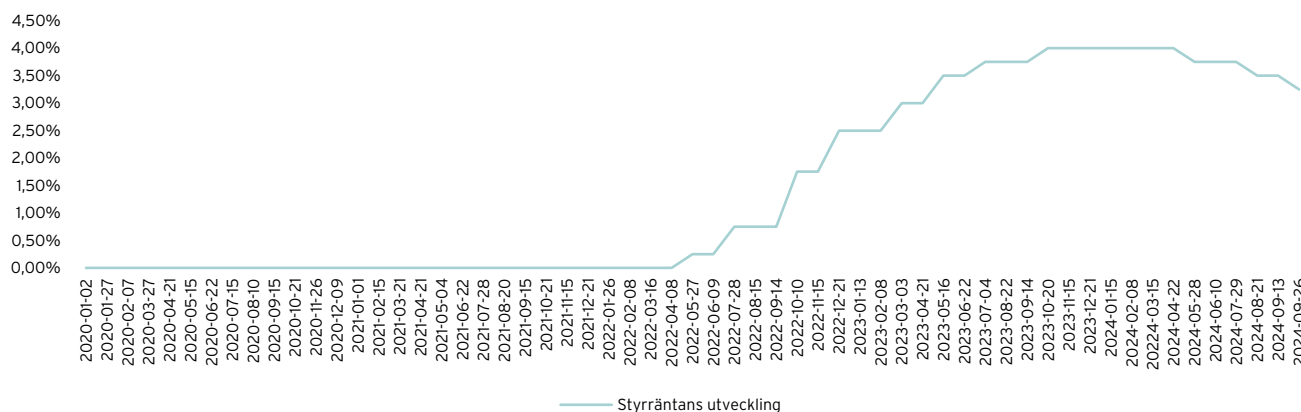
Marknaden för nyutlåning till hushåll var mycket svag även under det tredje kvartalet, vilket fortsatte att påverka omsättningen i finansvertikalen⁴. Enligt Adtraction är efterfrågan på lån generellt hög, men långgivare är av naturliga förklaringar mer försiktiga vid beviljande av lån. Detta beror huvudsakligen på den senaste tidens höjningar av ränteläget, vilket medför att hushållen får det svårare att beviljas lån eller är mindre benägna att öka skulderna i form av bostadslån och konsumtionskrediter.

Den senaste tiden har styrräntan i Sverige kommit ned något, vilket är positivt för låne marknaden och Adtraction. Viktigt att poängtera är dock att räntjusteringar oftast inte får genomslag direkt på ekonomin och att det kan ta något år innan det slår igenom fullt ut. Vi utgår således från att det kommer ta lite tid innan de senaste räntesänkningarna biter sig fast och får en större påverkan på kreditvolymerna. Vi förväntar oss därmed en fortsatt utmanande marknad för finansvertikalen, men att den succesivt kan börja bidra i något högre utsträckning till omsättningen under 2025 i takt med att ränteläget stabiliseras alternativt reduceras ytterligare.

Månadsvis tillväxttakt för nyutlåning till hushåll, Sverige



Styrräntans utveckling i Sverige

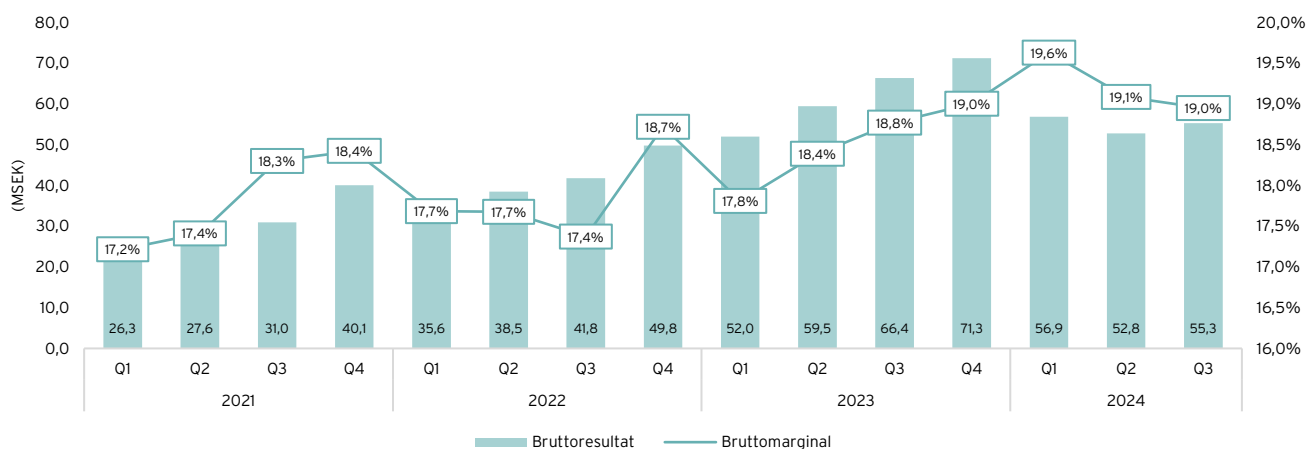


Marginalexpansion

Bruttoresultat

Bruttoresultatet uppgick till 55,3 MSEK (66,4), vilket motsvarade en minskning med 16,7 procent. Justerat för avyttringen av Klara Lån minskade bruttoresultatet med 11,3 procent. Bruttomarginalen uppgick till 19,0 procent (18,8) och fortsatte öka mot föregående år, trots en utmanande marknad. Adtractions förmåga att öka bruttomarginalen stärker vårt case ytterligare att bolaget har goda förutsättningar att öka EBITA-marginalen.

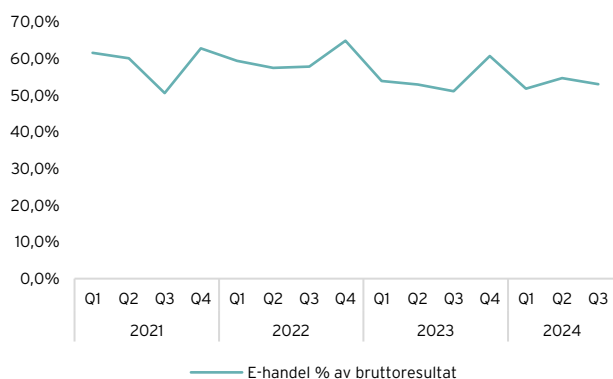
Bruttomarginal, historisk utveckling



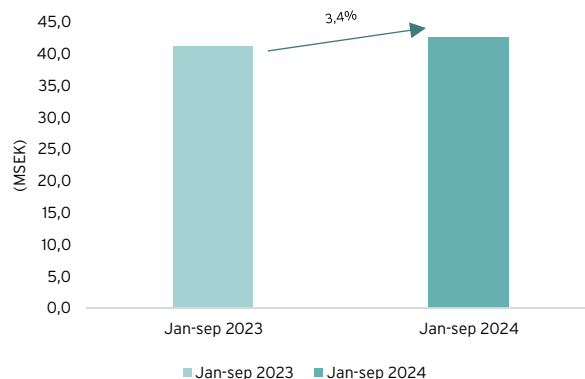
Vår bedömning är att en högre andel e-handel är gynnsamt för produktmixen, vilket blir särskilt tydlig när grafen ovan sätts i relation till grafen nedan till vänster. Vi räknar med att e-handels andel av bruttoresultatet kommer öka i takt med att marknaden vänder, Adtraction får större fotfäste i övriga Europa utanför Norden samt när förvärvet av Adrecord får större genomslag i resultaträkningen.

Bruttomarginalen har dock stått emot och till och med stigit under enskilda kvartal av 2023 och 2024 när e-handeln utgjort en lägre andel av bruttoresultatet, vilket korrelerar väl i tid med förvärvet och konsolideringen av Adservice. Den kraftiga bruttomarginalsförbättringen indikerar således även att bolaget lyckats öka provisionsnivåerna inom finansvertikalen. Vår bedömning är att det borde finns fortsatta möjligheter att öka provisionsnivåerna inom finansvertikalen efter att migrationen till Adtractions plattform slutfördes i Q2'24. Sammantaget ser vi flera gynnsamma faktorer som borde stödja fortsatta uppgångar i bruttomarginalen.

E-handel % av bruttoresultat



Bruttoresultatet i övriga Europa ökade ytd

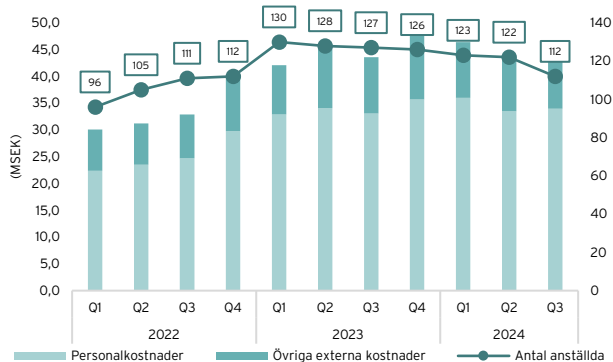


Rörelsekostnader

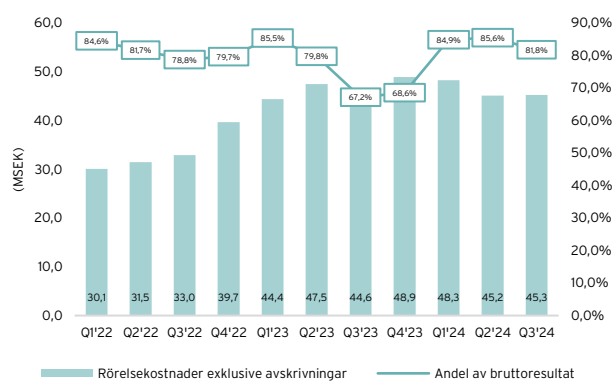
Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar ökade endast med 1,4 procent, vilket visade att Adtraction bibehöll en god kostnadskontroll. I rapporten nämndes dessutom att Adtraction genomförde organisatoriska förändringar under kvartalet, vilket syftade till att stärka teamet och minska kostnadsmassan.

Nettoeffekten av förändringarna blev att antalet anställda minskade sekventiellt med 10 personer från 122 till 112 vid utgången av kvartalet. Omstruktureringarna belastade rörelsekostnaderna i kvartalet med 2,5 MSEK i form av uppsägningskostnader av engångskaraktär. Initiativet förväntas däremot reducera kostnadsmassan med drygt 8,0 MSEK under 2025, vilket ökar förutsättningarna för att kostnadskontrollen kommer vara intakt.

Rörelsekostnader och antalet anställda



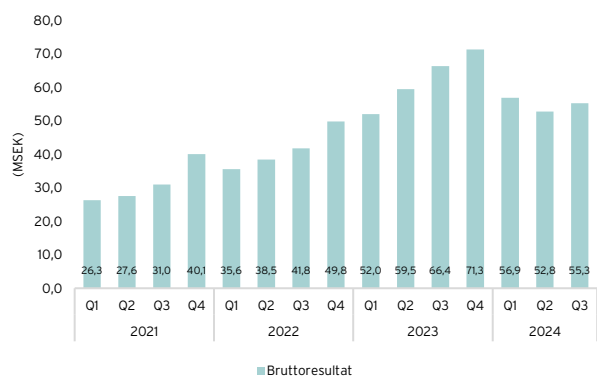
Andel av bruttoreultat



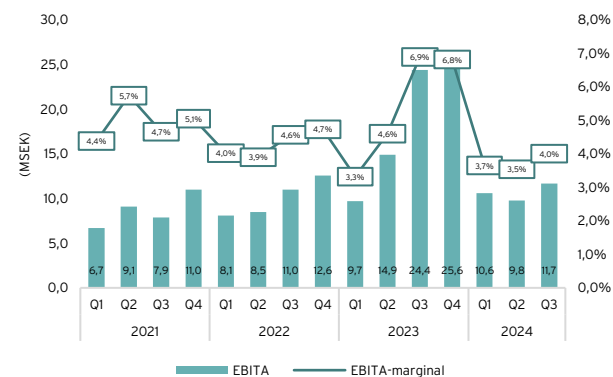
EBITA

EBITA minskade med 52,0 procent till 11,7 MSEK (24,4), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 4,0 procent (6,9). Den högre bruttomarginalen och goda kostnadskontrollen visade att nedgången i EBITA fortsatt präglades av den svaga marknaden. Sammantaget ser vi att bolaget förbättrat utsikterna för att EBITA-marginalen ska stärkas när bruttoreultatet ökar.

Bruttoreultat minskade...



...vilket ledde till minskad EBITA-marginal



Förvärv av Adrecord

Den 1 oktober utökade Adtraction sin marknadsledande position i Sverige och Norden genom att förvärva samtliga aktier i konkurrenten Adrecord AB. Adrecord omsatte 61,6 MSEK och genererade en EBIT om 3,4 MSEK under 2023. Konsolideringen inleddes vid förvärvstidpunkten, vilket innebär att det kommer ge effekt redan i Q4'24. Vår initiala bedömning av förvärvet är att det kommer utöka marknadsandelen i Norden, stärka nätverkseffekterna inom e-handel, leda till ökat intresse från befintliga annonsörer och partners samt ge en omedelbar ökning av Adtractions EBITA per aktie.

Adrecord

Adrecord grundades 2010, har sitt huvudkontor i Örebro och är verksam inom partnersmarknadsföring. Företaget tillhandahåller en egenutvecklad plattform för e-handelsbolag att marknadsföra sina produkter och tjänster genom samarbeten med olika partners, likt Adtraction. Adrecord har cirka 500 annonsörer och 1 000 partners, varav majoriteten av kunderna är mindre lokala e-handlare med Norden som primär försäljningsmarknad.

Verksamhet	Affärsområde	Försäljningsmarknad	Kunder	Distribution
Affiliatemarknadsföring	E-handel	Norden	500 annonsörer	1 000 partners

Utökar marknadspositionen i Norden

Förvärvet innebär främst att Adtraction utvidgar sitt nätverk av annonsörer, vilket kommer stärka nätverkseffekterna ytterligare i Norden inom e-handel. Enligt VD Gustafson har Adtraction och Adrecord i princip helt skilda kundbaser, vilket förklaras av Adtractions historiska fokus på medel till stora annonsörer i Norden, medan Adrecord och övriga aktörer har fått rikta sig mot mindre annonsörer för att etablera sig på marknaden. Adtraction har naturligt överlämnat viss marknadsandel i Norden på grund av att det varit mest logiskt att fokusera servicen på de kunderna med högst volymer. Förvärvet av Adrecord innebär att Adtraction nu även öppnar upp och anpassar plattformen, erbjudandet och organisationen för mindre lokala e-handlare, vilket skapar utrymme att utöka dess marknadsledande position i Norden.

Adrecords finansiella siffror visar att det finns betydelsefulla volymer inom småsegmentet som kan hanteras med god lönsamhet. Vi räknar med att Adtraction kan dra nytta av Adrecords kompetens och lansera en egen lösning för dessa mindre kunder under 2025. Detta innebär att Adrecords plattform kommer att stängas ned och samtliga annonsörer och partners flyttas till Adtractions plattform. Adtractions överlägsna distribution i Norden medför i sin tur att annonsörerna bör ha bättre förutsättningar att öka sin försäljning och växa tillsammans med Adtraction. På sikt öppnar detta även möjligheten för kunderna att fortsätta expansionen till nya geografiska marknader via Adtractions nätverk. Logiken bakom förvärvet är således enkel att förstå och i detta fall ser vi att förvärvet erbjuder en hög potentiell uppsida till en förhållandevis låg affärsrisk.

Attraktiv prislapp

Adtraction betalar cirka 27,0 MSEK kontant för Adrecord, vilket finansieras med befintlig kassa. Med Adrecords kassa om 3,6 MSEK i beaktning motsvarar det EV/S 0,4x, EV/GP 1,8 och EV/EBIT 6,9x beräknat 2023 års försäljning, bruttoresultat och EBIT, vilket är något dyrare än historiska förvärv. Oavsett framstår prislappen som attraktiv, i synnerhet då Adrecord ser en tillväxt och marginalexpansion under 2024 och att vi får intrycket av att tillväxtpotentialen är lovande.

	År	Köpeskilling	Valuta	EBIT	xEBIT
Connects AG	2020	2,0*	CHF	0,6	3,6
Klara Lån	2021	25,0	SEK	5,1	4,9
Digital Advisor	2021	16,9	DKK	3,5	4,8
Adservice	2022	166,0	DKK	24,8	6,7
Adrecord	2024	27,0	SEK	3,4	6,9

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

Omedelbar ökning av EBITA

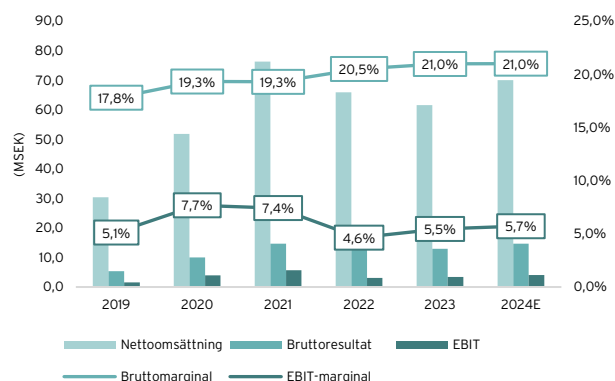
Adtraction uppgav att Adrecord omsätter cirka 70,0 MSEK och genererar en EBIT om cirka 4,0 MSEK, vilket är högre än den faktiska försäljningen och lönsamheten som redovisades under 2023. Vi utgår således från att det är den förväntade resultatbilden för Adrecord under 2024. Därmed förväntas försäljningen öka med 13,7 procent och EBIT-marginalen expandera till 5,7 procent (5,5).

Vi räknar med att Adrecords framtida EBIT kan konverteras till Adtractions EBITA, vilket kommer ge en omedelbar ökning av EBITA per aktie. Den positiva effekten på EBITA kommer dock inte påverka EBIT i samma utsträckning då Adtraction redovisar enligt K3 och löpande skriver av goodwill samt kundrelationer från förvärven, en redovisningsteknisk post som belastar EBIT men inte kassaflödet. Vi fokuserar därför på EBITA.

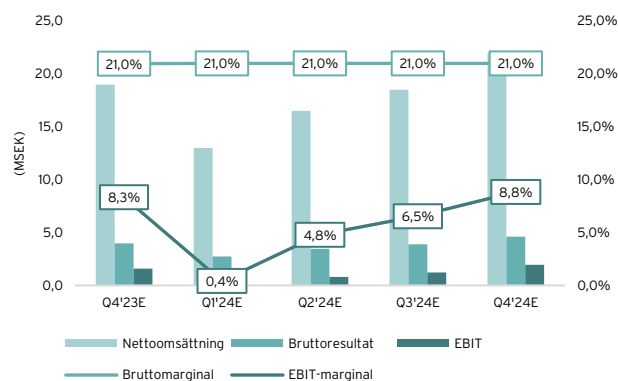
(MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Nettoomsättning	30,4	51,9	76,2	65,9	61,6	70,0
% y-o-y	12,6%	70,8%	47,0%	-13,6%	-6,5%	13,7%
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa intäkter	30,6	51,9	76,2	65,9	61,6	70,0
Råvaror och förnödenheter	-25,0	-41,8	-61,5	-52,4	-48,7	-55,3
Bruttoresultat	5,4	10,0	14,7	13,5	12,9	14,7
% y-o-y	n/a	85,4%	46,8%	-8,2%	-4,4%	13,9%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>17,8%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,3%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>
Övriga externa kostnader	-2,0	-2,8	-3,5	-3,7	-3,3	-3,8
% y-o-y	17,5%	39,6%	26,6%	5,4%	-10,5%	13,9%
Personalkostnader	-2,0	-3,3	-5,5	-6,7	-6,2	-6,9
% y-o-y	61,7%	67,1%	66,4%	21,9%	-7,6%	11,2%
Avskrivningar	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% y-o-y	-0,6%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a
Summa rörelsekostnader	-4,0	-6,1	-9,0	-10,4	-9,5	-10,7
% y-o-y	n/a	50,9%	48,2%	15,5%	-8,6%	12,1%
EBIT	1,6	4,0	5,7	3,1	3,4	4,0
<i>EBIT-marginal</i>	<i>5,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,7%</i>

För att bilda oss en uppfattning om förvärvets inverkan på Adtraction har vi lagt in de preliminära helårsestimaten för 2024 och fördelat de på ett relativt linjärt sätt under Q1-Q4. Vår utgångspunkt är att förvärvet kommer lyfta nettoomsättningen med 22,0 MSEK, bruttoresultat med 4,6 MSEK och EBITA med 1,9 MSEK i Q4'24. Vi är dock medvetna om att det sannolikt är rimligt att förvänta sig större säsongsvariationer.

Adrecord, helår



Adrecord, kvartalsestimat

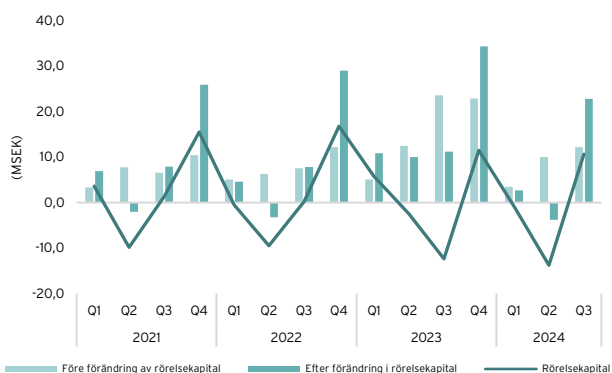


Finansiell ställning

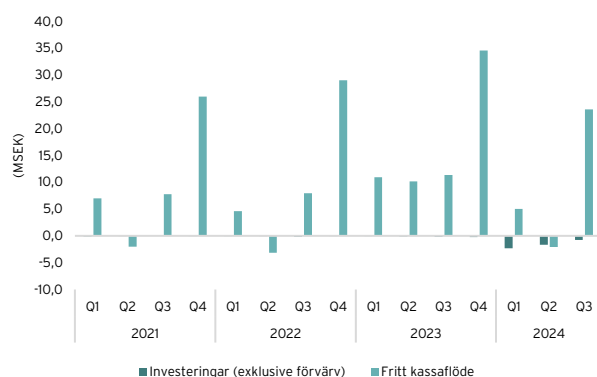
Adtraction har en lång historik av att konvertera en hög andel av EBITA till fritt kassaflöde, vilket lett till kassaupbyggnad. Det beror på att det i regel krävs låga investeringar i plattformen för att stödja framtida tillväxt, vilket bland annat belyser styrkan i affärsmodellen. Kassaflödena används sedan för utdelning till aktieägarna eller för att konsolidera marknaden genom förvärv.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 12,2 MSEK (23,6) före förändring av rörelsekapital och 22,8 MSEK (11,2) efter förändring av rörelsekapital. Fritt kassaflöde uppgick till 22,0 MSEK (11,0) efter att bolaget investerade 0,8 MSEK i materiella anläggningstillgångar. Periodens kassaflöde uppgick även det till 22,0 MSEK (11,0). Kursdifferensen var negativ om 0,8 MSEK och kassan ökade därmed till 114,8 MSEK vid utgången av kvartalet. Adtraction fortsatte således uppvisa lönsamhet och positiva kassaflöden, vilket är en utveckling vi räknar med kommer fortsätta.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Fritt kassaflöde



Adtraction hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 544,0 MSEK, varav 53,9 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 114,8 MSEK. Notera dock att den andra utdelningen för året om 1,0 SEK per aktie betalades ut den 31 oktober, vilket reducerade kassan med 16,6 MSEK efter utgången av kvartalet. Vi har tagit hänsyn till utdelningen och förvärvet av Adrecord i våra beräkningar nedanför. Den finansiella ställningen i Adtraction är mycket stark och ger utrymme för bolaget att fortsätta konsolidera marknaden genom fler förvärv.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
39,9 %* (200,8 MSEK)	0,6 %* (3,0 MSEK)	58,2 %* (293,1 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
14,8 %* (74,8 MSEK)	0,0 MSEK	74,8* MSEK

*Inklusive utdelningen i oktober och förvärvet av Adrecord

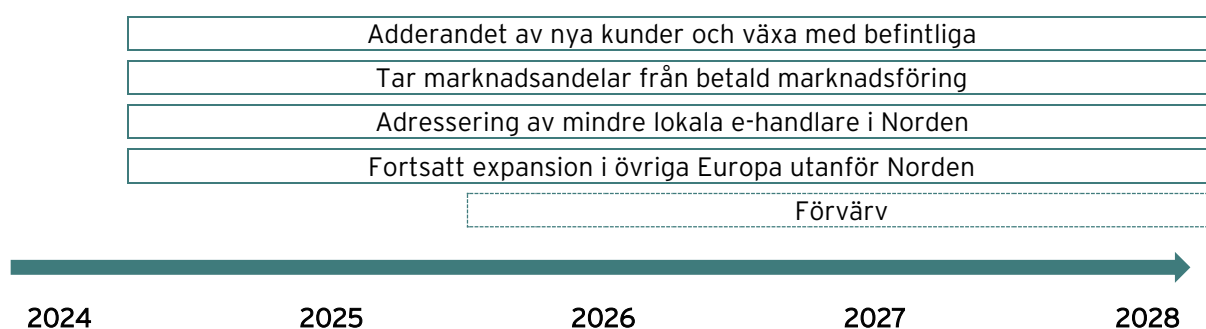
Outlook

Tillväxt drivare

Vår bedömning är att de tydligaste tillväxt drivarna i Adtraction på kort sikt är att växa tillsammans med befintliga och nya kunder inom båda vertikalerna, adressering av mindre lokala e-handlare via förvärvet av Adrecord samt fortsatt expansion i övriga Europa utanför Norden. Vi räknar med att tillväxten som varit negativ under innevarande år återhämtar sig i takt med att marknadsförhållandena förbättras succesivt.

På sikt ser vi även fortsatta möjligheter att konsolidera marknaden genom ytterligare förvärv. Vår förhoppning är att framtida kassaflöden kommer användas för att konsolidera e-handelsmarknaden i Europa utanför Norden, där vi ser betydande möjligheter.

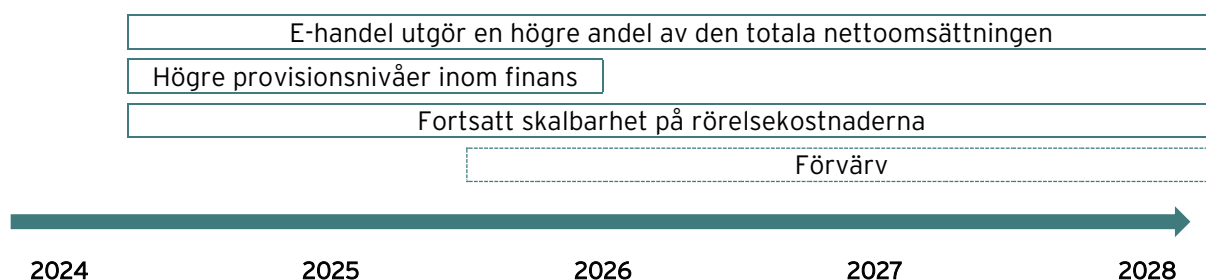
Tillväxt drivare i Adtraction



Marginal drivare

Adtraction har en skalbar affärsmodell som leder till att bruttoresultatet kan öka i högre takt än rörelsekostnaderna, vilket ska leda till ökad lönsamhet. E-handelsvertikalen är det affärssegment som växer snabbast och har högst bruttomarginal, vilket skapar ytterligare förutsättningar att öka lönsamheten. Vår bedömning är även att det bör finnas möjligheter att öka provisionsnivåerna inom finansvertikalen efter att samtliga annonsörer och partners flyttats från Adservices plattform till Adtractions plattform i Q2'24.

Marginal drivare i Adtraction



Värdering

Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	649,3
Aktiekurs (SEK)	39,1	Nettokassa* (MSEK)	74,8
		EV (MSEK)	574,5

*Inklusive utdelningen i oktober och förvärvet av Adrecord

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1233,4 MSEK	EV/S	0,4
Bruttoresultat	245,8 MSEK	EV/GP	2,2
EBITA	57,7 MSEK	EV/EBITA	9,6

Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITA-marginal	Soliditet	Kassa
19,9 %	4,7%	55,6%	18,6%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROC	ROIC
4,9%	3,9%	3,1%	<i>neg.</i>

Estimat för Q4'24

I det fjärde kvartalet räknar vi med en kraftig sekventiell ökning av omsättningen i plattformen, vilket främst är drivet av en säsongsmässigt stark period för e-handelsvertikalen, ökad kundaktivitet och förvärvet av Adrecord. Jämförelsetalet i Q4 är dock utmanande och vi räknar inte med att bolaget återgår till tillväxt detta kvartal.

Vi räknar med att bruttomarginalen ökar till följd av en ökad andel e-handel och högre provisionsnivåer inom finansvertikalen. Vidare har vi justerat personalkostnaderna för det nya antalet anställda, vilket motiverar en sänkning av rörelsekostnaderna. Sammantaget innebär detta en ökad EBITA jämfört med våra tidigare estimat. Vår bedömning är att Adtraction når god lönsamhet, men att 2024 blir ett mellanår där EBITA minskar tillfälligt för att sedan uppvisa kraftigt positiv tillväxt igen under 2025.

Estimat för 2024

(MSEK)	Q1	Q2	Q3	Q4E	2024E
Nettoomsättning	289,8	276,6	291,8	357,0	1215,2
% y-o-y	-0,7%	-14,5%	-17,5%	-4,8%	-9,6%
Övriga rörelseintäkter	0,9	1,6	0,9	1,0	4,5
Summa intäkter	290,7	278,2	292,7	358,0	1219,7
Bruttoresultat	56,9	52,8	55,3	69,1	234,1
Bruttomarginal	19,6%	19,1%	19,0%	19,3%	19,3%
% y-o-y	9,4%	-11,3%	-16,7%	-3,2%	-6,1%
Rörelsekostnader	-66,2	-62,1	-61,9	-63,5	-253,6
% y-o-y	14,9%	-5,2%	-1,9%	-5,4%	0,1%
EBITA	10,6	9,8	11,7	23,9	56,0
EBITA-marginal	3,7%	3,5%	4,0%	6,7%	4,6%
% y-o-y	9,3%	-34,2%	-52,0%	-6,5%	-24,9%

Estimat

<i>(MSEK)</i>	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	698,3	925,7	1 344,3	1 215,2	1 357,2
<i>% y-o-y</i>	<i>28,1%</i>	<i>32,6%</i>	<i>45,2%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>11,7%</i>
Övriga intäkter	1,5	2,7	5,7	4,5	6,0
Summa intäkter	699,7	928,4	1350,1	1219,7	1363,2
<i>EV/S</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>
Bruttoresultat	125,0	165,7	249,2	234,1	263,1
<i>Bruttomarginal</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,4%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>32,6%</i>	<i>50,4%</i>	<i>-6,1%</i>	<i>12,4%</i>
Rörelsekostnader	-106,0	-149,9	-253,3	-253,6	-256,7
<i>% y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>41,4%</i>	<i>68,9%</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,2%</i>
EBITA	34,7	40,2	74,6	56,0	78,0
<i>EBITA-marginal</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,7%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>15,9%</i>	<i>85,6%</i>	<i>-24,9%</i>	<i>39,3%</i>
<i>EV/EBITA</i>	<i>16,6</i>	<i>14,3</i>	<i>7,7</i>	<i>10,3</i>	<i>7,4</i>

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 15x EBITA för helåret 2025E. Vi anser att det är en rimlig multipel givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2025E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

Värdering

	Multipel	EBITA 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	15	78,0	1170,4	70,5
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>54,6</i>	<i>819,3</i>	<i>49,3</i>

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om Adtraction utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,80	80,2%	60,2%	1,26	26,2%	20,4%

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

Känslighetsanalys

EBITA	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	780,3	47,0	20,2%	546,2	32,9	-15,9%
12	936,3	56,4	44,2%	655,4	39,5	0,9%
15	1170,4	70,5	80,2%	819,3	49,3	26,2%
17	1326,5	79,9	104,3%	928,5	55,9	43,0%
20	1560,5	94,0	140,3%	1092,4	65,8	68,2%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 80,2 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 60,2 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 16 607 143.

Källor

1. <https://www.svenskhandel.se/rapporter/e-handelsindikatorn>
2. <https://www.postnord.se/foretag/foretagslosningar/e-handel/e-barometern/>
3. <https://www.vilkas.fi/raportit>
4. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/pong/tabell-och-diagram/utlaning-till-hushall-och-icke-finansiella-foretag-arlig-tillvaxttakt/>

Disclaimer

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

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

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

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

Intressekonflikt

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