

2023-11-08

Adtraction redovisade ökad nettoomsättning och EBITA i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 353,7 MSEK (240,6), vilket motsvarade en ökning om 47,0 %. Vidare uppgick EBITA till 24,4 MSEK (11,0), vilket motsvarade en EBITA-marginal om cirka 6,9 procent. Periodens justerade fria kassaflöde uppgick till 23,5 MSEK (7,4), samtidigt som nettokassan uppgick till 86,3 MSEK jämfört med 75,9 MSEK vid utgången av Q2'23. Rapporten var starkare än vi hade räknat med, och vi väljer därför att justera upp våra estimat framåt.

### Stark tillväxt

Trots en fortsatt tuff marknad för e-handel och nyutlåning växte Adtraction organiskt på 9 av 12 marknader, och omsättningen ökade med 47,0 % totalt. Sammantaget var 1 % av omsättningsökningen organisk, och resterande 46 % var hänförliga till förvärvet av Adservice. Bruttoresultatet växte 58,9% i kvartalet varav 9,8 % var organiskt, vilket vi betraktar som mycket starkt givet rådande marknadsförhållanden.

### Förbättrad lönsamhet

Adtractions lönsamhet har historiskt tyngts av bland annat expansion på nya geografiska marknader. Vår bedömning har varit att en avtagande expansionstakt kombinerat med Adservices högre marginaler ska leda till förbättrad lönsamhet. Denna tes bekräftades under kvartalet, och EBITA-marginalen steg till rekordstarka 6,9 %, att jämföra med 4,6 % i Q3'22 och 4,6 % i Q2'23.

### Starka kassaflöden bäddar för utdelning och förvärv

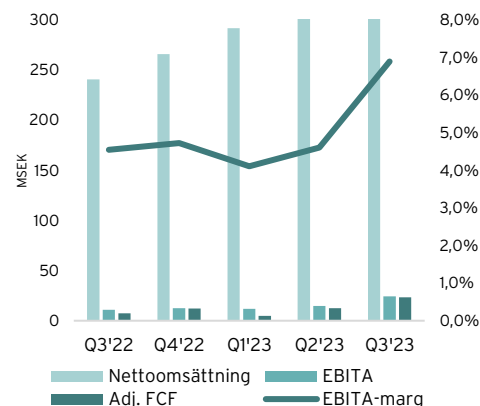
En hög andel av Adtractions EBITA konverteras till fritt kassaflöde, vilket historiskt lett till kassauppbyggnad. Framtida kassaflöden kan delas ut till aktieägare, eller användas för att konsolidera marknaden genom förvärv. Om Adtraction utvecklas enligt våra estimat ser vi en uppsida på 93,5 % för 2025E, vilket motsvarar en CAGR om 34,2 %. Om vi applicerar en säkerhetsmarginal på 30 % ser vi i stället en potentiell uppsida på 35,7 %, vilket motsvarar en CAGR om 14,5 %.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>698,0</b>	<b>926,0</b>	<b>1 360,2</b>	<b>1 496,2</b>	<b>1 606,9</b>
Tillväxt y-o-y	28,1%	32,7%	46,9%	10,0%	7,4%
P/S	1,0	0,7	0,5	0,5	0,4
<b>Summa kostnader</b>	<b>-673,1</b>	<b>-903,7</b>	<b>-1 352,4</b>	<b>-1 469,6</b>	<b>-1 572,1</b>
Tillväxt y-o-y	29,0%	34,3%	49,6%	9,4%	7,0%
<b>EBITA</b>	<b>34,7</b>	<b>40,3</b>	<b>81,0</b>	<b>101,9</b>	<b>113,7</b>
EBITA-marginal	5,0%	4,4%	6,0%	6,8%	7,1%
Tillväxt y-o-y	41,3%	16,1%	101,1%	12,9%	11,6%
EV/EBITA	17,1	14,8	7,3	5,8	5,2
<b>Adj. FCF</b>	<b>27,9</b>	<b>30,9</b>	<b>62,8</b>	<b>78,9</b>	<b>88,0</b>
Adj. FCF-Marginal	4,0%	3,3%	4,6%	5,3%	5,5%
Tillväxt y-o-y	75,0%	10,8%	103,2%	12,9%	11,6%
EV/Adj. FCF	21,3	19,2	9,5	7,5	6,8

### Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	41,0
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	680,9
Nettokassa (MSEK)	86,3
EV (MSEK)	594,6
Insiderägande	33,2%
Nästa rapport	2024-02-22

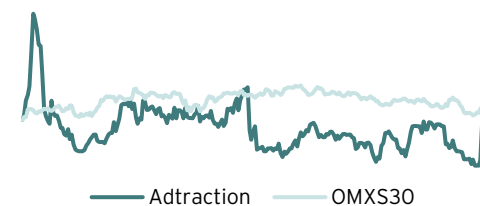
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



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

## Key Insights



### Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden, och efter förvärvet av Adservice förstärktes 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

Bolaget är enligt vår bedömning lågt värderat. På våra estimat värderas aktien till EV/EBITA 7,3 och EV/Adj. FCF 9,5 på 2023E. Lyfter vi blicken värderas aktien till EV/EBITA 5,2 och EV/Adj. FCF 6,8 på våra estimat för 2025E.



### 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.

"Nu är den allmänna uppfattningen att bolag huvudsakligen ska fokusera på lönsamhet och kassaflöden. Vi baserar inte vår strategi på den allmänna uppfattningen utan på vad vi själva tycker är rätt. Vi fokuserar på tillväxt, lönsamhet och kassaflöden och vi har gjort det varje år sedan vi startade bolaget 2007."

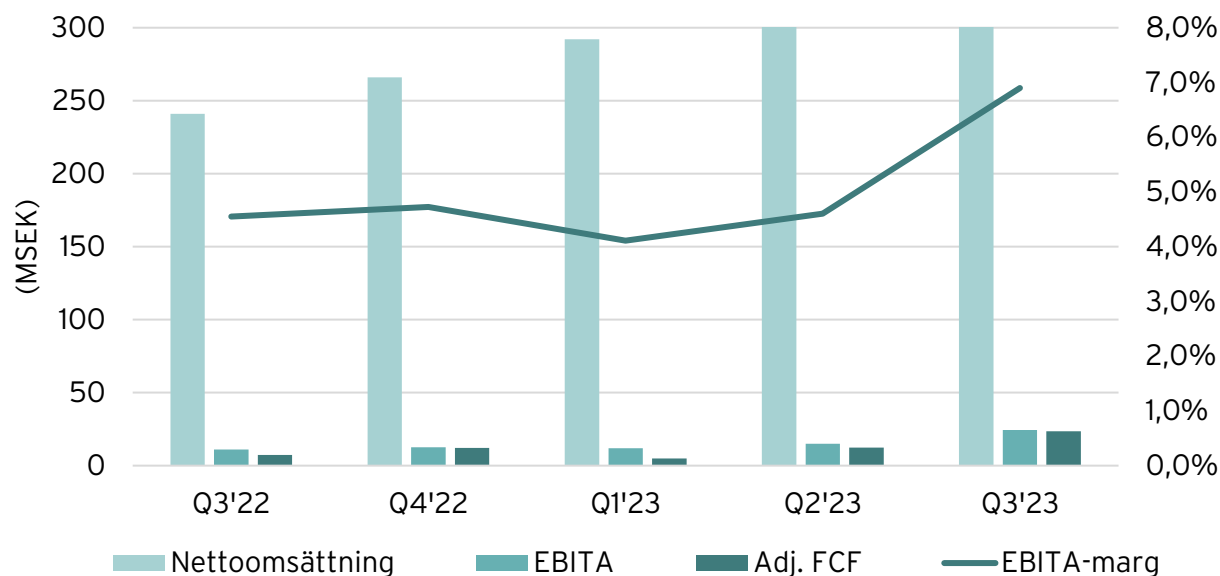
- VD Simon Gustafson

## Investeringscase

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

## Kvartalet i siffror

Nettoomsättningen uppgick till 353,7 MSEK (240,6), vilket motsvarade en ökning om 47,0 % y-o-y. Bruttoresultatet uppgick till 66,4 MSEK (41,8), och ökade med 58,9 % y-o-y. Vidare uppgick EBITA till 24,4 MSEK (11,0), vilket motsvarade en ökning om hela 122 % y-o-y, med en EBITA-marginal om cirka 6,9 %. Periodens fria kassaflöde uppgick till 11,0 MSEK (7,7), och periodens justerade fria kassaflöde som visar på bolagets underliggande lönsamhet uppgick till 23,5 MSEK (7,4). Kassan uppgick till 86,3 MSEK vid utgången av kvartalet<sup>1</sup>.



### Försäljning

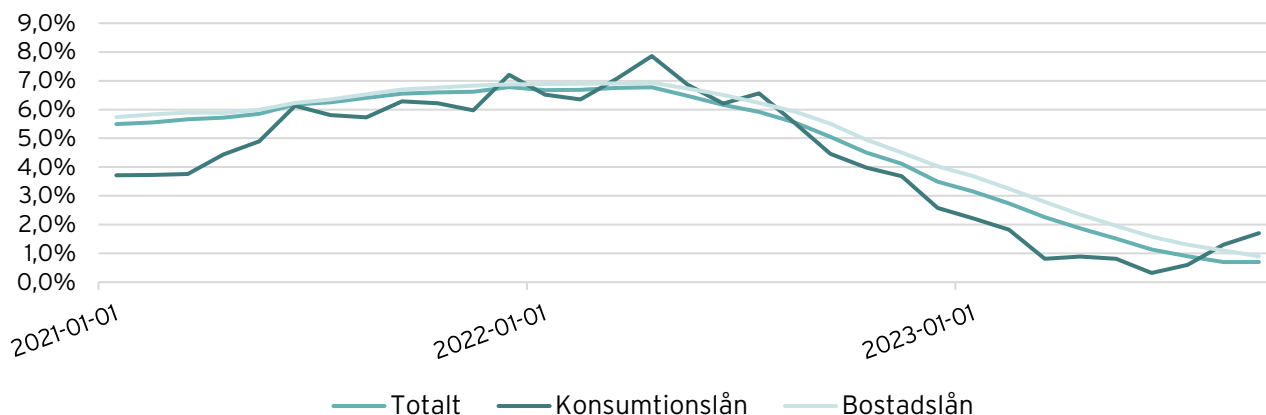
Adtractions nettoomsättning ökade med 47,0 % i kvartalet, varav 46,0 % var hänförlig till förvärvet av Adservice samtidigt som 1,0 % av tillväxten var organisk. Vid en första anblick ser det inte särskilt imponerande ut, men beaktar vi de betydande utmaningarna som råder på bolagets huvudmarknader, framstår den organiska tillväxten enligt oss som stark.

### Finans

Adservices organiska försäljningstillväxt uppgick till -8,0 % i kvartalet. Den svagare tillväxten förklaras huvudsakligen av en utmanande marknad för konsumentkrediter. Adservice är stora inom affärsområdet Finans, där kunderna förmedlar olika typer av lån och relaterade tjänster till privatpersoner. I tillägg hade Adservice ett mycket starkt Q3'22 och gick därmed upp emot tuffa jämförelsetal.

Marknaden för nyutlåning till hushåll fortsätter att vara mycket svag i Sverige. Tillväxten i nyutlåningen till svenska hushåll uppgick till 0,9% i juli, 0,7% i augusti och 0,7% i september 2023. Det går att jämföra med 5,9 % i juli, 5,5 % i augusti 2022, och 5,1 % i september 2022, och motsvarar en nedgång både y-o-y och q-o-q<sup>2</sup>. Den svagare tillväxten i nyutlåningen kan i sin tur förklaras av det högre ränteläget, vilket gjort hushållen mindre benägna att ta på sig skulder i form av bostadslån och konsumtionskrediter.

## Tillväxt i nyutlåning för hushåll

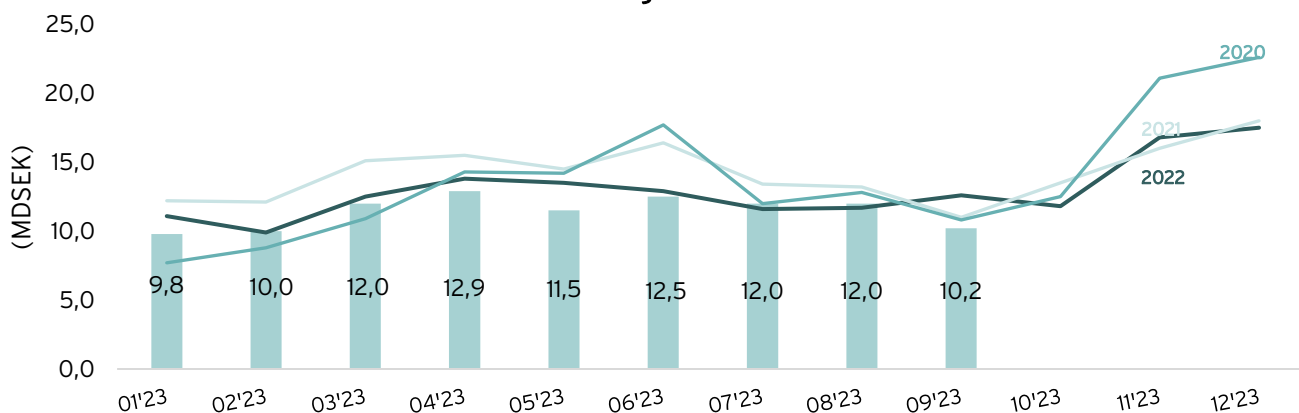


VD Simon Gustafson uppgav i Q2'23 han förväntar sig en utmanande marknad inom finansvertikalen framöver, och att han tror på en vändning när räntorna återgår till lägre nivåer. I vår intervju i samband med Q3'23 verkar Gustafson något mer optimistisk, och påpekar att konsumentkreditvolymerna stabiliserats efter förra årets nedgång vilket tyder på en normalisering. Han nämner vidare att en räntesänkning troligtvis skulle ha en positiv effekt på affären relativt omgående, vilket är något Adtraction sett tidigare<sup>3</sup>. Vidare finns tecken på att den svaga tillväxten inom konsumtionslån kan ha bottenat i juli i år. Även om det fortfarande är osäkert om förbättringen är bestående, skulle en ökad tillväxt inom konsumtionslån sannolikt gynna Adtraction framöver.

## E-handel

Affärsområde E-handel klarade sig enligt oss bra givet rådande marknadssituation. Gamla Adtraction, som har en högre andel intäkter från E-handel, växte nettoomsättningen organiskt med 1,3 % i kvartalet. Situationen är framför allt utmanande i Sverige, och Adtraction inte på den svenska marknaden. Det bör dock ses i ljuset av att den svenska marknaden för e-handel är mycket svag för tillfället. Svensk handel publicerar månatligen en rapport de mäter omsättningen för svensk e-handel per månad. September var den svagaste på flera år, och även juli och augusti var svaga ur ett historiskt perspektiv<sup>5</sup>.

## Omsättning i e-handeln



Det är dock viktigt att komma ihåg att siffrorna endast gäller den svenska marknaden. I vår intervju med Gustafson för Q2'23 poängterade han att marknaden för e-handel är extra tuff i Sverige, och att det inte ser fullt så illa ut i resten av Europa<sup>2</sup>. En minskning av konsumenternas köpkraft och ett försämrat konjunkturläge har lett till att e-handeln i Sverige har tappat momentum. I vår intervju i samband med Q3-rapporten uppgav Gustafson att de inte märkt någon större skillnad i aktivitet för specifika kategorier inom e-handelssektorn, utan att variationerna är mer märkbara på individuell kundbasis. Vissa av bolagets kunder inom en kategori (möbler, skönhetsprodukter etc.) kan ha haft det tufft och har skurit ner rejält, samtidigt som andra inom samma kategori gått väldigt bra och skalat upp. Han noterar även att kunderna tenderar att dra ner på mer traditionell marknadsföring, men att de fortsätter arbeta med Adtraction<sup>3</sup>. Enligt oss stärker det tesen om att "Cost per action" inte är lika konjunkturkänsligt som traditionell marknadsföring, eftersom de endast betalar för faktiska resultat.

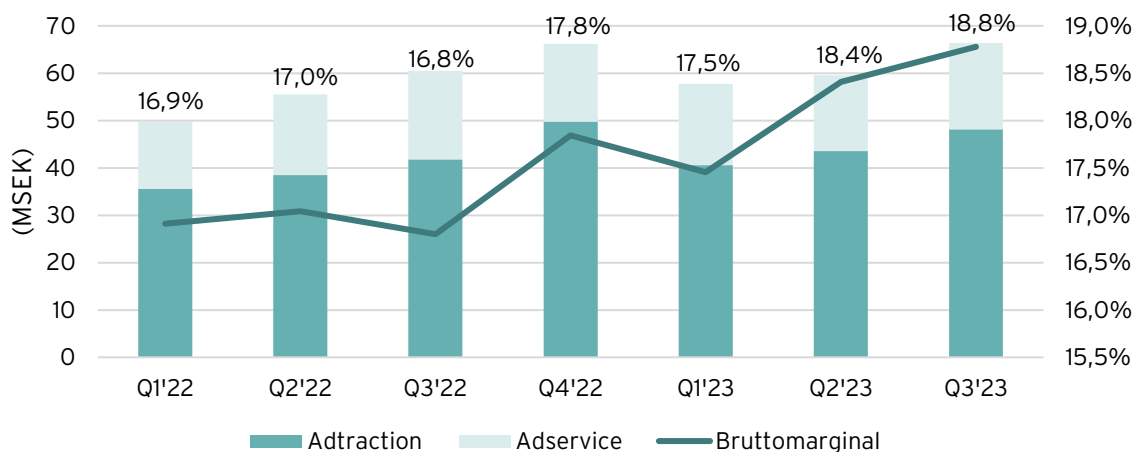
Det fjärde kvartalet har historiskt sett varit det starkaste för Adtraction. Det beror på att Black Friday och julhandeln är viktiga för e-handeln, och således även för Adtractions e-handelsaffär. Adtraction kan få en viss föräning om framtiden, då många kampanjer bokas på förhand. I VD-ordet för Q3'23 meddelar Gustafson att bokningsläget för kampanjer ser ut ungefär som det gjorde vid samma tidpunkt 2022. Det är ingen perfekt indikator och det behöver inte betyda att omsättningen i e-handeln landar på samma nivå som föregående år, men det sänder enligt oss en positiv signal om att avslutningen på 2023 kan bli bättre än vi befarat.

## Bruttoresultat

Adtractions bruttoresultat är bolagets intäkter från annonsörer minus provisionsutbetalningar till partners samt vissa personalkostnader. Det är enligt oss extra viktigt att följa då det visar vad Adtraction faktiskt tjänar på transaktionerna. Bruttoresultatet växte med 58,9 % i kvartalet varav 9,8 % var organiskt. Bruttomarginalen i kvartalet uppgick till 18,8 % (17,4), vilket är rekordstarkt. Den organiska tillväxten i bruttoresultatet för gamla Adtraction var 15,2 %, och -2,3 % för Adservice. Bruttoresultatet för affärsområde E-handel växte 21,0 % organiskt, samtidigt som Finans minskade med -6,0 %.

Den starka utvecklingen av bruttoresultatet är hänförligt till flera faktorer. För det första kom en större del av bruttoresultatet av intäkter från segmentet E-handel, som har en högre bruttomarginal än segmentet Finans. Dessutom bidrog en mer gynnsam försäljningsmix, där vissa geografiska marknader har högre bruttomarginal än andra. I vår intervju i samband med Q3-rapporten uppgav Gustafson att bruttomarginalen generellt är högre på marknader där de växer starkt, vilket har en positiv inverkan på den totala bruttomarginalen. Bruttoresultatet kom likt föregående kvartal in över våra förväntningar, och vi anser att en så stark organisk tillväxt i bruttoresultatet är mycket imponerande givet den rådande svaga marknaden för e-handel och konsumentkrediter.

### Utveckling av bruttoresultatet

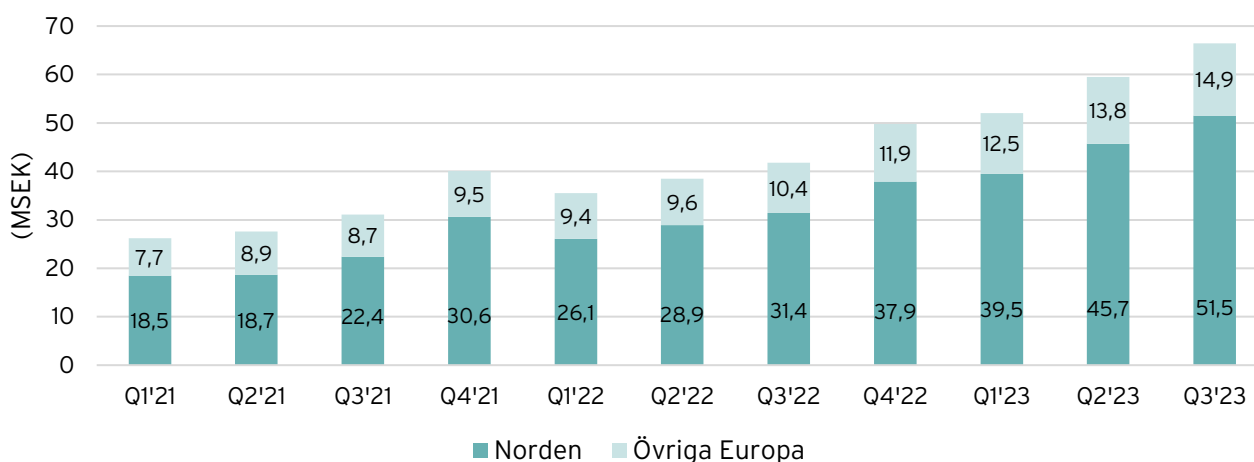


## Geografiska marknader

Adtraction är för närvarande verksamma på tolv geografiska marknader, och i kvartalet växte nio av dessa organiskt. Bolaget noterade en positiv organisk tillväxt i Norge, Finland, Danmark, Tyskland, Schweiz, Storbritannien, Nederländerna, Frankrike och Italien. Gustafson betonar att bolaget vinner marknadsandelar i samtliga av dessa marknader, och att den underliggande tillväxten över lag är positiv.

På den negativa sidan växer inte Adtraction i Sverige, Polen eller Spanien, och situationen är lik föregående kvartal. I Sverige beror det på den utmanande marknaden inom e-handel och konsumentkrediter. Adtraction är redan marknadsledare i Sverige, vilket gör det svårare att ta marknadsandelar när den underliggande tillväxten på marknaden är låg. I Spanien har flera viktiga kunder infört budgetrestriktioner, vilket påverkade tillväxten negativt. Skillnaden jämfört med föregående kvartal är Polen, som växte organiskt förra kvartalet men inte detta kvartal. I vår intervju uppgav Gustafson att den negativa tillväxten i landet beror på nya regleringar för konsumentkrediter med räntetak och liknande. Han understryker dock att Polen utgör en liten del av Adtractions totala affär, men att marknaden har stor potential<sup>3</sup>.

## Geografisk fördelning av bruttoreultatet

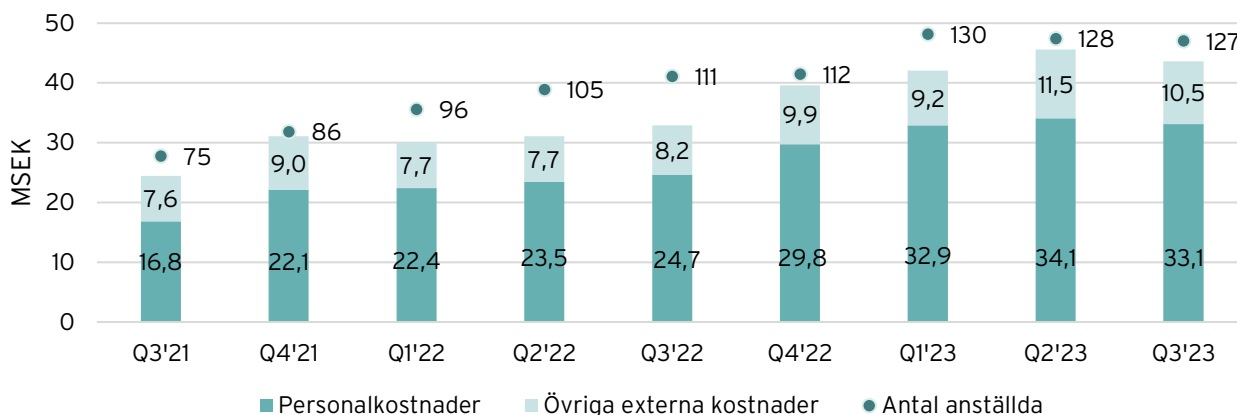


## Lönsamhet och resultat

EBITA uppgick till 24,4 MSEK (11,0) i kvartalet, vilket motsvarade en ökning om hela 122,0 % y-o-y. Det starka EBITA-resultatet är hänförligt till försäljningsökningen och den förbättrade lönsamheten i kvartalet.

EBITA-marginalen om cirka 6,9 % (4,6) kom in högre både y-o-y och q-o-q, och i kvartalet är Adtraction nu nära marginalmålet om 7,0 %. Den högre marginalen är hänförlig till flera olika faktorer. För det första bidrar den starkare bruttomarginalen till att en större andel av försäljningen når längre ner i resultaträkningen. Vidare växte bruttoreultatet snabbare än personalkostnader och övriga externa kostnader i kvartalet vilket påverkade lönsamheten positivt, och visar på skalbarheten i bolagets affärsmodell. Båda dessa kostnadsposter sjönk något q-o-q, och i konferenssamtalet i samband med Q3'23 uppgav Gustafson att bolaget fokuserat på att vara så kostnadseffektiva som möjligt. Slutligen påverkades marginalen positivt av en engångspost på 2,0 MSEK i form av minskning av semesterlöneskuld. Den kommer dock innebära en motsvarande högre personalkostnad under Q4, och justerat för engångsposten uppgick EBITA-marginalen i kvartalet till 6,3 %.

## Kostnader och antal anställda



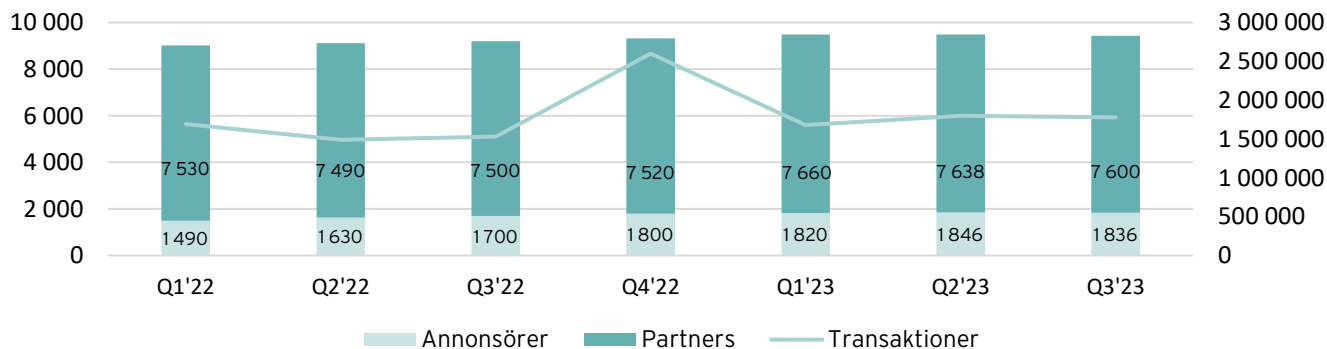
Gustafson har under året varit tydlig med att Adtraction ska leverera betydligt högre marginal än de gjort under första och andra kvartalet. Vi har i våra estimat och räknat med en högre marginal, då vi tidigare pekat på att bolaget slagit av på expansionstakten och att OPEX planat ut. Nu i det tredje kvartalet ser vi resultatet av strategin, vilket vi ser som ett mycket positivt tecken. Gustafson och hans kollegors förmåga att exekvera enligt planen har stärkt vårt förtroende för bolaget.

Den stora frågan framåt är om lönsamheten kan upprätthållas, och vad som är en rimlig normaliserad marginal för bolaget. I Q3-rapporten understryker Gustafson att de har tillräckligt med personal för att hantera nuvarande affärsvolym, och att de kommer rekrytera mer när de ser en starkare underliggande marknad för sina kunder. Utöver engångsposten om 2,0 MSEK som återförs i Q4'23 räknar vi inte med någon ökning av bolagets kostnader i närtid, och givet att affären inte viker under Q4'23 räknar vi med att marginalen kommer fortsätta vara stark. Med tanke på skalbarheten i bolagets affärsmodell är vår bedömning att Adtraction kommer lyckas öka bruttoresultat i högre takt än kostnaderna, och att marginalmålet om 7,0 % är inom räckhåll på lite längre sikt.

## Övriga KPI:er

Utöver traditionella nyckeltal delar även Adtraction information om aktiviteten i nätverket. Antalet annonsörer och partner i nätverket, samt det totala antalet transaktioner har ökat y-o-y. Antalet transaktioner i nätverket korrelerar med bolagets bruttoresultat, och ökar med drygt 15,0 %. Det som driver antalet transaktioner i nätverket är till viss del antalet annonsörer och partners i nätverket, och antalet annonsörer ökar y-o-y men minskar något q-o-q. Det beror enligt Gustafson på att bolaget regelbundet går igenom annonsörer och plockar bort de som inte är lönsamma.

## Aktivitet i nätverket



## Övrigt

### Bundler och Klara Lån

Klara Lån är en jämförelsetjänst för lån, och bolaget har växt lönsamt under kvartalet. Klara Lån, Bundler och lite övrig verksamhet ingår i nyckeltalet "bruttoresultat övrigt", och här utgör Klara Lån en betydande andel. Bruttoresultat övrigt uppgick till **Klara Lån** 10,5 MSEK (6,7) i kvartalet, och VD Gustafson uppgav i konferenssamtalet att Klara Lån växt med omkring 80 % y-o-y. Gustafson poängterade även att verksamheten är lönsam, men att den alltså utgör en liten del av Adtractions totala affär.

Bundler hjälper andra företag att öka sin försäljning genom paketering av tjänster. Det innebär att de ökar värdet på en tjänst genom att kombinera den med tjänster från andra bolag. Exempelvis kan kunden köpa en prenumeration på en streamingtjänst när de tecknar ett mobilabonnemang. Efter kvartalets utgång pressmeddelande Adtraction att Bundler haft en stark tillväxt det senaste året, och integrerat med flera bolag **Bundler** såsom Viaplay, SF Anytime, Storytel med flera. I vår intervju betonade Gustafson att potentialen i Bundler är stor med en hög andel återkommande intäkter. Bundler växer snabbt men är ännu inte lönsamt<sup>3</sup>. Vi betraktar Bundler som en spännande framtidsoption.

### Integrationen av Adservice

Gustafson har varit tydlig med att förvärv ska integreras, snarare än att verka som självständiga enheter. Integrationen av Adservice går framåt, efter kvartalets utgång träffades de båda bolagen i Stockholm. Adtraction och Adservice har flyttat ihop i Danmark, liknande projekt utvärderas även i Spanien och Finland. I vår intervju uppger Gustafson att bolagens kulturer visat sig vara väldigt lika, och att integrationen är klar till 50-60 %<sup>3</sup>.

## Finansiell ställning

Adtraction har historiskt finansierat verksamheten med det egna kassaflödet, och har lyckats bygga upp en solid nettokassa.

Finansiell ställning	
Kassa vid utgången av Q2'23	75,9 MSEK
Räntebärande skulder vid utgången av Q2'23	0,0 MSEK
<b>Nettokassa vid utgången av Q2'23</b>	<b>75,9 MSEK</b>
Kassa vid utgången av Q3'23	86,3 MSEK
Räntebärande skulder vid utgången av Q3'23	0,0 MSEK
<b>Nettokassa vid utgången av Q3'23</b>	<b>86,3 MSEK</b>

Bolaget hade vid utgången av Q3'23 en kassa på 86,3 MSEK och inga räntebärande skulder, vilket ger en nettokassa vid utgången av kvartalet på 86,3 MSEK. Nettokassan har alltså ökat med 10,4 MSEK jämfört med föregående kvartal. Vi anser att Adtractions balansräkning är stark, vilket ger bolaget ökat finansiellt handlingsutrymme. Det innebär att bolaget har möjlighet att fortsätta sin verksamhet även vid eventuella negativa kvartalsresultat utan att vara beroende av externt kapital. Dessutom ger det Adtraction möjlighet att fortsätta göra förvärv i framtiden om intressanta möjligheter dyker upp.



## Nuläge och outlook

I VD ordet guidar Gustafson för att han förväntar sig en liknande utveckling i det fjärde kvartalet som i det tredje. Han räknar med att de kommer leverera tillväxt på befintliga marknader, förutom Sverige, Spanien och Polen. Adservice och därmed affärsområdet Finans hade ett mycket starkt H2'22 och går upp emot tuffa jämförelsetal, vilket gör att de räknar med en liknande utveckling i Q4 som i Q3. Utöver den förvärvade tillväxten ser Gustafson en svagt positiv organisk tillväxt i början av det fjärde kvartalet, vilket främst drivs av affärsområde E-handel. Det fjärde kvartalet är historiskt starkt, och mycket viktigt för e-handeln i och med Black Friday och julhandeln som drivare. Adtractions bokningsläge inför Q4 ser ut ungefär som i 2022, vilket vi ser som ett positivt tecken med tanke på att e-handelsmarknaden är generellt betydligt svagare nu än då.

Både e-handeln och marknaden för konsumentlån har det mycket tufft, och framför allt i Sverige som är Adtractions viktigaste geografiska marknad. Siffrorna från september visar att marknaden för e-handel är svagare än på flera år i Sverige. Samtidigt är marknaden för nyutlåning i Sverige också väldigt svag, även om den visar vissa tecken på en bottenformation. Trots detta lyckas Adtraction leverera lönsam tillväxt med starka kassaflöden. Adtraction är självklart inte immuna mot en svagare marknad, men vår sammantagna bedömning är att en bred geografisk spridning, låg kundspecifik risk och att bolagets resultatbaserade affärsmodell gör att bolaget står väl rustade för att rida igenom det tuffa marknadsklimatet.

I vår förra kvartalsuppgredning pekade vi på Adtractions höga konverteringsgrad på kassaflödet, och att vi trodde bolaget skulle fortsätta bygga upp kassa under året. Under Q3 ökade kassan med 10,4 MSEK och frågan är hur dessa pengar bäst sätts i arbete. Adtractions utdelningspolicy innebär en målsättning att dela ut 30-60 % av årets justerade nettoresultat över tid. I vår intervju diskuterade Gustafson utdelning kontra förvärv ur ett kapitalallokeringsperspektiv, och såg det som mer sannolikt med utdelning än att genomföra förvärv i dagsläget. Han uppgav att diskussioner med andra bolag förekommer, men att entreprenörer som har byggt upp sina bolag är ovilliga att sälja till de låga värderingar som råder i dagsläget. Gustafson betonar vidare att priset de betalar för ett bolag måste sättas i relation till vinsten per aktie förvärvet tillför.

Blickar vi framåt mot fjärde kvartalet, så räknar vi med att kvartalet kommer bli starkt likt Q3'23. Vi förväntar oss ingen stor ökning av OPEX, och givet bolagets guidning om bokningsläget räknar vi med att kvartalet kommer in tillfredsställande försäljningsmässigt, vilket borde stärka lönsamheten ytterligare.

Efter Q1'24 kommer bolaget gå upp emot tuffare jämförelsetal, eftersom den förvärvade tillväxten inte längre kommer bidra. I detta skede blir den stora frågan vad som kommer att vara den huvudsakliga tillväxt drivaren under 2024, speciellt om ytterligare förvärv inte är aktuellt och tuffa marknadsförhållanden gör det svårare att växa organiskt på befintliga marknader. Vi räknar med att bolaget kommer fortsätta satsa på att ta marknadsandelar på befintliga marknader, främst utanför Norden. Geografisk expansion är en potentiell tillväxtväg som bolaget gått tidigare, men det skulle sannolikt påverka lönsamheten negativt. Generellt föredrar vi att snabbväxande och skalbara företag som Adtraction återinvesterar sina kassaflöden för att öka hävstången i sin affärsmodell i stället för att dela ut pengarna till aktieägarna. Med tanke på den fragmenterade marknaden bestående av många mindre aktörer, ser vi möjligheter för Adtraction att använda sina kassaflöden för att genomföra strategiska förvärv och därigenom konsolidera marknaden. Detta är dock självfallet beroende av att målbolagen är villiga att förhandla om försäljning till att börja med.

## Värdering

### Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	680,9
Aktiekurs (SEK)	41,0	Nettokassa (MSEK)	86,3
		EV (MSEK)	594,6
		EV 2025E efter kassauppbyggnad (MSEK)	357,8

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1235 MSEK	P/S	0,6
Bruttoresultat	238 MSEK	EV/GP	2,6
EBITA	61,5 MSEK	EV/EBITA	9,7
Adj. FCF	53,1 MSEK	EV/Adj. FCF	11,2

Källa: Börndata

### Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITA-marginal	Soliditet	Kassa
19,3 %	5,0%	54,5	14,7%
FCF-marginal	ROE	ROA	ROIC
neg.	0,8%	0,4%	1,0%

Källa: Börndata

## Estimat

<i>(MSEK)</i>	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>698,0</b>	<b>926,0</b>	<b>1 360,2</b>	<b>1 496,2</b>	<b>1 606,9</b>
% y-o-y	28,1%	32,7%	46,9%	10,0%	7,4%
Övriga intäkter	1,5	2,7	4,9	3,5	3,5
<b>Summa intäkter</b>	<b>699,5</b>	<b>928,7</b>	<b>1 365,1</b>	<b>1 499,7</b>	<b>1 610,4</b>
<i>P/S</i>	1,0	0,7	0,5	0,5	0,4
<b>Summa kostnader</b>	<b>-673,1</b>	<b>-903,7</b>	<b>-1 343,2</b>	<b>-1 469,6</b>	<b>-1 572,1</b>
% y-o-y	29,0%	34,3%	48,6%	9,4%	7,0%
<b>EBITA</b>	<b>34,7</b>	<b>40,3</b>	<b>81,0</b>	<b>101,9</b>	<b>113,7</b>
<i>EBITA-marginal</i>	5,0%	4,4%	6,0%	6,8%	7,1%
% y-o-y	41,3%	16,1%	101,1%	12,9%	11,6%
<i>EV/EBITA</i>	17,1	14,8	7,3	5,8	5,2
<i>EV/EBITA*</i>	17,1	14,8	6,6	4,4	3,1
<b>Justerat fritt kassaflöde</b>	<b>27,9</b>	<b>30,9</b>	<b>62,8</b>	<b>78,9</b>	<b>88,0</b>
<i>Adj.FCF-marginal</i>	4,0%	3,3%	4,6%	5,3%	5,5%
% y-o-y	75,0%	10,8%	103,2%	12,9%	11,6%
<i>EV/Adj.FCF</i>	21,3	19,2	9,5	7,5	6,8
<i>EV/Adj.FCF*</i>	21,3	19,2	8,5	5,7	4,1

\*EV med förväntad kassauppbyggnad från kassaflöden

Vi väljer att göra några mindre justeringar i våra estimat framöver. Omsättningen för det tredje kvartalet kom in i linje med våra förväntningar, men vi skruvar upp den något baserat på bolagets guidning om orderläget för Q4'23. Både personalkostnader och övriga externa kostnader kom in lägre än vi räknat med, och tillsammans med vad Gustafson sagt om att de har tillräckligt med personal för att hantera nuvarande affärsvolymen innebär det att vi reviderar ner estimaten för dessa något framåt. Netto blir effekten att förväntad EBITA, EBITA-marginal och justerat fritt kassaflöde blir något högre 2025E.

För att värdera Adtraction använder vi det fria kassaflödet justerat för förvärvsrelaterade kostnader (som är av engångskaraktär), samt för förändringar i rörelsekapital som varierar kraftigt mellan åren. Vi anser att detta justerade mått ger en mer rättvis bild över bolagets underliggande förmåga att generera fria kassaflöden, och tar hänsyn till amortering av leasingsskuld. Mer information om hur vi resonerar kring detta finns i vår initiala analys. Vi har därefter 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, förväntade marginalexpansion och så vidare.

## Värdering

	Multipl	Adj. FCF 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	15	88,0	1320,3	79,5
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>61,6</i>	<i>924,2</i>	<i>55,7</i>

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

## Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2025E</b>	1,94	93,9%	34,2%	1,36	35,7%	14,5%

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	1 144,3	68,9	68,1%	801,0	48,2	17,6%
14	1 232,3	74,2	81,0%	862,6	51,9	26,7%
<b>15</b>	<b>1 320,3</b>	<b>79,5</b>	<b>93,9%</b>	<b>924,2</b>	<b>55,7</b>	<b>35,7%</b>
16	1 408,4	84,8	106,8%	985,8	59,4	44,8%
17	1 496,4	90,1	119,8%	1 047,5	63,1	53,8%
18	1 584,4	95,4	132,7%	1 109,1	66,8	62,9%

Om Adtraction utvecklas enligt våra estimat ser vi en uppsida på 93,9 % för 2025E, vilket motsvarar en CAGR om 34,2 %. Om vi applicerar en säkerhetsmarginal på 30 % ser vi istället en potentiell uppsida på 35,7 %, vilket motsvarar en CAGR om 14,5 %.

## Källor

1. [Adtraction Q3'23](#)
2. [Adtraction: VD-intervju med Simon Gustafson avseende Q2'23](#)
3. [Adtraction: VD intervju med Simon Gustafson avseende Q3'23](#)
4. [Utlåning till hushåll och icke-finansiella företag, årlig tillväxttakt \(scb.se\)](#)
5. [Handelsbarometern oktober 2023 - Svensk Handel](#)
6. [Adtraction: Presentation Q3'23](#)

## 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 Jakob Fritz äger aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys