



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 20 May 2021

Tourn International

Stark guidning framåt

Nagato växte 246 %

Tourns kärnverksamhet växte 17 % Y/Y varav Nagato växte 246 % och Tourn Agency minskade 12 %. Vi ser positivt på att Nagatos mycket starka tillväxt i Q4'20 håller i sig. Med ett nyligen signerat partneravtal i Indien och ett nordamerikanskt avtal som successivt ökar i intäkter ser vi positivt på Nagatos tillväxt även framgent. Tourn Agencies omsättning ser vi inte som oroande då intäktsfördelningen är slagig mellan kvartalen.

Prognos om väldigt stark tillväxt

Den uteblivna tillväxten i Q1 för Tourn Agency bedömer bolaget återkommer under Q2 istället. Under kvartalspresentationen verkade Tourn konfidenta om att omsättningen för hela bolaget ska öka över 50 % i Q2 Y/Y.

Höjer värdering till 35-36 kr per aktie

Vi ändrar vår värderingsmodell till en SOTP-värdering då vi anser att det bättre reflekterar de olika bolagdelarnas värde. Nagato är mer mjukvarudrivet än Tourn Agency och bör därför ha en högre multipel. Med Tourns väldigt starka tillväxt-prognos som bas höjer vi vårt motiverade värde till 35-36 kr (28). Vi ser fortfarande aktiekursen som mycket attraktiv givet bolagets snabba tillväxt och låga värdering.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)						Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	35.00 - 36.00	
EPS, just 21e	0.44	0.61	-28.0%	Sales,m	88	114	133	156	Current price	SEK24.00
EPS, just 22e	1.07	1.16	-7.2%	Sales Growth	0.0%	27.2%	20.7%	17.7%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	1.26	1.48	-14.8%	EBITDA, m	(7.3)	4.6	12.3	14.3	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
				EBIT, m	(8.7)	4.0	12.0	14.1		
				EPS, adj	2.51	0.44	1.07	1.26		
				EPS Growth	0.0%	(82.6)%	146.4%	17.5%		
				Equity/Share	1.7	3.1	3.7	4.6		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(9.9)%	3.5%	9.0%	9.0%		
				ROE (%)	153.8%	8.9%	30.1%	31.0%		
				ROCE	(59.0)%	22.3%	44.2%	44.2%		
				EV/Sales	2.18x	1.67x	1.44x	1.22x		
				EV/EBITDA	(26.1)x	41.2x	15.6x	13.3x		
				EV/EBIT	(22.1)x	47.2x	16.0x	13.6x		
				P/E, adj	9.6x	55.1x	22.3x	19.0x		
				P/Equity	14.3x	7.8x	6.6x	5.3x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.2%	(1.7)%	5.1%	5.8%		
				Net Debt/EBITDA	0.4g	(7.1)g	(3.3)g	(3.5)g		

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	8.8m
Market cap	210
Nettoskuld	(19)
EV	191
Free Float	62.00%

Analytiker

magnus.skog@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 20 May 2021

Sammanfattning

Stark guidning framåt

Investment Case

Tourns kärnverksamhet består av två delar. Den ena är en agentur för influencers där influencers matchas med varumärken för reklamsamarbeten. Den andra är ett partnerskap med Youtube där Tourn erbjuder youtubers en plattform för hjälp med att kapitalisera på det innehåll som de äger, men även med skattebetalningar, fakturering och att öka befintliga annonsintäkter. Youtube-delen, som kallas Nagato, erbjuder även en omfördelning av annonsintäkter när videoskopare visar innehåll som någon annan äger rättigheterna till. Bolaget grundades 2010 och har ca 15 anställda.

Skalbarheten

Tourns verksamhet är till stor del automatiserad. Vi bedömer däremot att vissa av Tourns konkurrenter gör mer arbete manuellt. Vi tror att de mer manuella företagen riskerar att konkurreras ut till förmån för de mer automatiserade som kan hålla nere kostnaderna. Att en stor del av Tourn är plattformsbaserat, innebär att en kraftig tillväxt kan ske utan större investeringar. Plattformar underlättar även tillväxt genom partnerskap. I teorin kan bolag med plattformar och bruttomarginaler över 90 % låta 80 % av sina intäkter tillfalla partners, men ändå generera ökad vinst. Vi ser partnerskap som en tillväxt drivare framöver för framförallt Tourns Youtube-del Nagato.

Partner till Youtube

Youtubes annonsintäkter har nästan tredubblats sedan 2017. Tourn är genom Nagato partner till Youtube och kan därmed utnyttja Youtubes imponerande tillväxt. När ett Youtube-klipp innehåller material som har en extern rättighetsägare, ska ägaren till upphovsrätten erhålla alla annonsintäkter som klippet genererar. Nagato kan, med upphovsrättsinnehavarens tillåtelse, genomföra en omfördelning av intäkterna och behålla en del själv. Vi bedömer att affärsmodellen är väldigt attraktiv för upphovsrättsinnehavaren som ökar sina intäkter utan någon kostnad eller arbete. Vi estimerar att detta ben av Tourn kommer växa från ca 4 mkr i intäkter idag till drygt 26 mkr år 2025.

Rider på influencertrenden

Tourn Agency har en inbyggd tillväxt tack vare influencertrendens starka tillväxt. Verksamheten parar primärt ihop varumärken med influencers för reklamsamarbeten. Det finns studier som visar att influencers har lika stark påverkan på köpbeslut som rekommendationer från vänner. Influencer marketing har sålunda en potentiellt mycket kraftig påverkan på konsumenters köpbeteenden. Vidare får varumärkena riklig tillgång till kunddata eftersom all reklam sköts digitalt. Exempelvis kan marknadsföringskampanjens utfall mätas. Vi bedömer att influencer marketing kommer växa kraftigt framöver och att Tourn kommer kunna kapitalisera på tillväxten.

Värdering

Vi har genom en SOTP-värdering kommit fram till vårt motiverade värde om 35-36 kr per aktie. Vår WACC är 12 % och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 20 May 2021

Sammanfattning

Stark guidning framåt

Bolags profil

Initieringsanalys: <https://epaccess.penser.se/bolag/tourn-international/analys/>

Q1

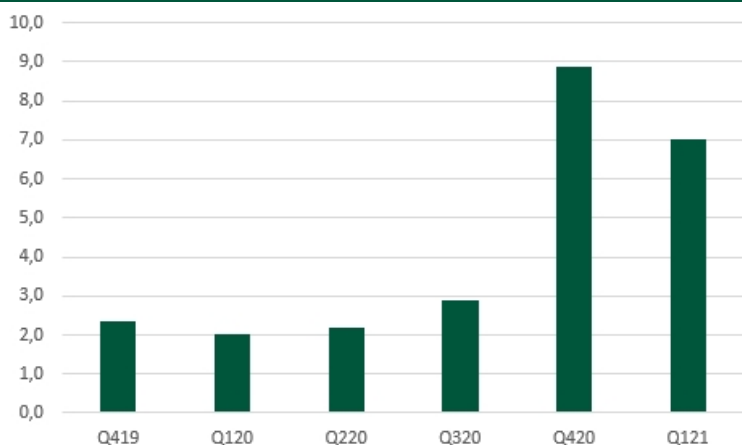
Tourns omsättning i Q1 ökade 17 % Y/Y till 21,5 mkr, men minskade Q/Q. Minskningen Q/Q är dock helt väntad eftersom annonsintäkter generellt är högre Q4 än Q1. Tourn höll en kvartalspresentation hos Erik Penser Bank som kan ses här där ämnet berörs: <https://www.youtube.com/watch?v=ek2fgNBqs6Q&t=1439s>

Givet Tourns starka tillväxtprognos höjer vi estimaten något för 2021 till 114 mkr (112). Vi ser vår höjning som relativt konservativ och utesluter inte att ytterligare prognoshöjningar kan komma under året. Bolagets betydande nettokassa om ca 10 % av bolagsvärdet möjliggör en stark tillväxt framöver.

En tillväxtstrategi som bolaget kommer tillämpa framöver är att ge youtubers en sorts sign-on-bonus då de ansluter till Nagato. Värt att notera är att den starka tillväxten Q4 och Q1 skedde i princip utan denna strategi med sign-on-bonus. Vi tror därför att den höga tillväxten de senaste två kvartalen bara är början på en uppåtgående trend. Bolaget nämnde även att det var först i mars som tillväxten verkligen tog fart i Q1 och att de tror att momentumet kommer att bestå.

Sign-on-bonusen för youtubers gör att vi sänker vår bruttomarginal något för Tourn till ca 35 % (36) långsiktigt. Marknaden är enorm och givet de fördelaktiga tjänster som Nagato tillhandahåller bedömer vi att det inte kommer vara några större problem att värva youtubers till plattformen.

Nagato omsättning



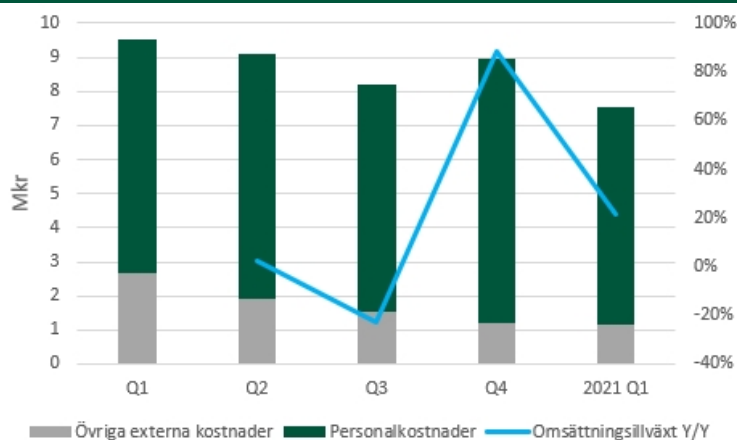
Bilden ovan illustrerar trendsiftet i Nagatos numera högre intäkter. Att just Nagatos intäkter växte 246 % Y/Y ser vi som mycket positivt då dessa intäkter är automatiserade mjukvaruintäkter som är mycket skalbara. Intäkterna är spridda över hela världen och har en mer global karaktär än Tourn Agencys intäkter. Detta möjliggör enkel spridning i en större marknad och vi tror att Nagato kan växa kraftigt under en lång tid framöver.

Tourn lät även väldigt positiva till Tourn Agency som de beskrev hade börjat året "veldig starkt". Prognosen om minst 50 % tillväxt för hela bolaget Q2 indikerar att Tourn räknar med god tillväxt även för Tourn Agency under Q2. Tillväxtutsikterna ser således mycket goda ut för bolaget.

God kostnadskontroll

Trots Tourns snabba tillväxt lyckades bolaget sänka sina kostnader under kvartalet. Förutom den rörliga delen "kostnad sålda varor" redovisar Tourn kostnadsposterna "personalkostnader" samt "övriga externa kostnader". Q1'21 uppnådde personalkostnaderna sin lägsta nivå för ett kvartal under det senaste året med 6,4 mkr. Även "övriga externa kostnader" visade under Q1 sin lägsta nivå för det senaste året. Nedan illustreras hur kostnaderna har minskat samtidigt som omsättningen i kärnverksamheten har ökat. Det är en utveckling som få bolag med Tourns låga värdering kan visa upp.

Omsättning och kostnader Tourns kärnverksamhet



Då vi räknar med mest tillväxt framöver inom Nagato som är en automatiserad tjänst, och försäljning kommer ske till stor del genom partners, räknar vi med att bolaget har mycket goda förutsättningar att växa med god kostnadskontroll.

Värt att notera är att kvartalets nettoresultat på 2,1 Mkr inkluderar avyttring av innehav i Hubso och är inte det mest relevanta lönsamhetsmåttet. Istället är "EBITDA exklusive intresseföretag" det relevanta lönsamhetsmåttet vilket för kvartalet uppgick till -0,5 mkr. Givet kostnadskontrollen och tillväxten estimerar vi att Q1 var det sista kvartalet med negativt resultat för "EBITDA exklusive intresseföretag".

Värdering

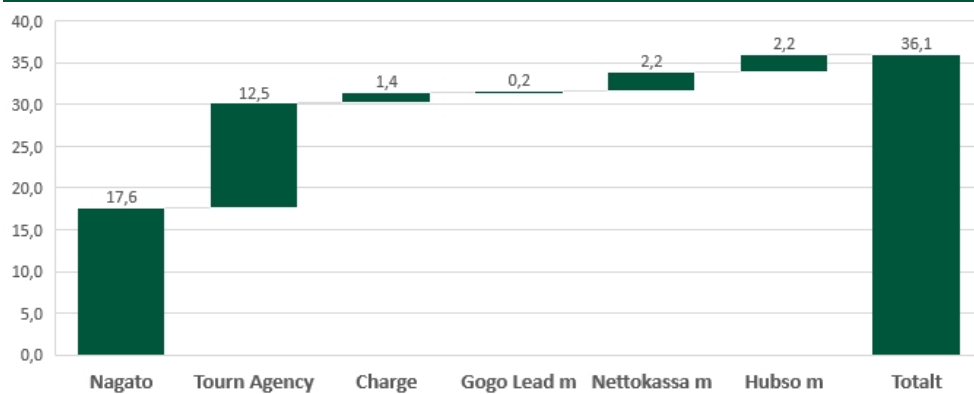
Vi har uppdaterat vår värderingsmodell av Tourn till en SOTP-modell. Det innebär att vi värderar de olika delarna genom en multipelvärdering var för sig, istället för en multipelvärdering av hela bolaget.

Vi bedömer att en högre multipel är befogad för de mer mjukvarubaserade och automatiserade delarna Charge och Nagato än för Tourn Agency. Vi applicerar därför en EV/sales-multipel om 1,5 för Tourn Agency, samt 4 för Charge och 4 för Nagato för år 2025. Sedan diskonterar vi tillbaka värdet till idag med 12 % WACC. Vi sänker vår WACC till 12 % (14) då bolaget har ökat sin kassa samt fortsätter leverera stabil tillväxt.

Tourn redovisar sina intäkter innan youtubern/influencern/datorspelaren får sina intäkter. Det resulterar i en bruttomarginal på ca 35 % vilket är relativt lågt givet Tourns mjukvarubaserade verksamhet. Det är anledningen till att vi använder multiplar för EV/Sales om 1,5–4 istället för betydligt högre, som är det normala på börsen för snabbväxande SaaS-bolag.

Vår nya värdering illustreras nedan och vårt nya motiverade värde är 35–36 kr per aktie.

Värdering SOTP Tourn (kr per aktie)



Sammanfattningsvis var det en stabil rapport med en väldigt stark prognos för Q2. Vi är positiva till aktien på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget.

Resultaträkning

Resultaträkning

	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	88	114	133	156
Övriga intäkter	4	2	2	2
Kostnad sålda varor	57	77	88	104
Bruttovinst	34	39	46	54
Personalkostnader	28	27	28	34
Övriga externa kostnader	28	5	6	6
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-7	5	12	14
Avskrivningar	1	1	0	0
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-9	4	12	14
Extraordinära Poster	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	-9	4	12	14
Finansiella poster	31	1	0	0
Resultat före skatt	23	5	12	14
Skatter	0	1	3	3
Nettoresultat Rapporterat	23	4	9	11
Nettoresultat (just)	23	4	9	11

Kassaflöde

Kassaflödesanalys

	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoreultat Rapporterat	-15	4	9	11
Icke kassaflödespåverkande poster	4	2	2	2
Förändringar i rörelsekapital	2	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-9	6	11	13
Investeringar	1	1	1	1
Avyttringar	30	30	0	0
Fritt Kassaflöde	20	35	11	13
Utdelningar	0	0	0	0
Nyemission/återköp	96	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-4	-4	-4	-4
Kassaflöde	7	31	7	9
Nettoskuld (just)	-3	-34	-41	-50

Balansräkning

Balansräkning

	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR				
Goodwill	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	11	12	12	12
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	32	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	44	13	13	13
Varulager	0	0	0	0
Kundfordringar	14	15	17	19
Övriga omsättningstillgångar	1	1	1	1
Likvida medel	3	34	41	50
Summa omsättningstillgångar	18	50	59	70
SUMMA TILLGÅNGAR	61	63	72	83
Eget Kapital och skulder				
Eget Kapital	15	27	32	40
Minoritetsintressen	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	15	27	32	40
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	0	0	0	0
Kortfristiga finansiella skulder	21	0	0	0
Leverantörsskulder	8	17	19	23
Skatteskulder	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	18	19	21	20
Summa kortfristiga skulder	47	36	40	43
Summa Eget Kapital och skulder	61	63	72	83

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se