



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 13 Maj 2022

Tourn International

Stark utveckling i Q1 för båda affärsområdena

Tillväxtstrategin fungerar

Tourns omsättning i säsongsmässigt svaga Q1'22 blev 33 mkr och växte 63% y/y. Båda affärsområdena var starka och NAGATO växte 110% och Agency 37%. Agency har redan kampanjer bokade för 59 mkr 2022 vilket är lika mycket som 2021 vilket bådär gott. EBITDA var -2 mkr, i linje med att bolaget tidigare sagt att man investerar för tillväxt via sign-on-rekrytering som innebär en kostnad i början men stora intäkter framöver.

Långsiktiga mål publicerade

Rekryteringar via sign-on-bonusar och partnerskap tror vi är rätt strategi för att växa nu när man har optimerat organisationen för att skala upp snabbt och växa internationellt. Den starka kassan ger förutsättningar att fortsätta Tourns tillväxtsatsningar. Tourn publicerade långsiktiga mål där de bl.a. ska omsätta +500 mkr 2025 vilket vi ser som en trygghet i affärsmodellen och strategin.

Behåller motiverat värde

Vi gör mindre uppjusteringar av prognoserna samtidigt som vi är mer konservativa i vår multipelvärdering för att spegla det osäkra läget på aktiemarknaden. Vi behåller vårt motiverade värde på 64-70 kr i vår SOTP-värdering för prognosåret 2025 vilket ger en stor uppsida på ca 170%.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	64.0 - 70.0	
EPS, justerad 22e	0.6	0.5	7.3%	Omsättning, mkr	129	208	290	364	Aktiekurs	SEK24.5
EPS, justerad 23e	2.1	1.8	11.1%	Tillväxt	47%	61%	39%	26%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	3.4	3.1	7.5%	EBITDA, mkr	(5.6)	9.5	27	43		
				EBIT, mkr	(7)	8	25	42		
				EPS, justerad	(0.6)	0.6	2.1	3.4		
				EPS tillväxt	nm	nm	256%	63%		
				EK/aktie	7.0	7.6	9.7	13.1		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(5.5)%	3.8%	8.8%	11.4%		
				ROE (%)	(8.8)%	8.3%	21.2%	25.7%		
				ROCE	(7.0)%	6.7%	16.6%	20.4%		
				EV/Sales	1.4x	0.9x	0.6x	0.5x		
				EV/EBITDA	(32.2)x	18.9x	6.6x	4.2x		
				EV/EBIT	(25.5)x	22.8x	7.1x	4.3x		
				P/E, justerad	(39.5)x	42.3x	11.9x	7.3x		
				P/EK	3.5x	3.2x	2.5x	1.9x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	1.8%	0.4%	6.1%	11.6%		
				Nettosk./EBITDA	12.0g	(7.1)g	(3.0)g	(2.5)g		

Kommande händelser	
Q2-rapport	18 aug 2022
Q3-rapport	15 nov 2022
Q4-rapport	16 feb 2023

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	10m
Börsvärde	238
Nettoskuld	(59)
EV	180
Free float	62%
Daglig handelsvolym, snitt	17(k)

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

henrik.holmer@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 13 Maj 2022

Sammanfattning

Stark utveckling i Q1 för båda affärsområdena

Investment Case

Tourns kärnverksamhet består av två delar. Den ena är en agentur för influencers där de 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 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 och vi ser partnerskap som en tillväxt drivare framöver för framförallt Tourns Youtube-del NAGATO.

Partner till Youtube

Youtubes annonsintäkter har mer än 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. Sedan mitten av 2021 har NAGATO börjat accelerera tillväxten genom att rekrytera youtubers via sign-on-bonusar. Detta innebär att NAGATO kan styra över hur snabbt de växer och väga detta mot lönsamhet. Vi ser stark fortsatt tillväxt komma från Nagato.

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 64-70 kr per aktie. Vår WACC är 11 % och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025.

Bolagsprofil

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

Kommentar första kvartalet

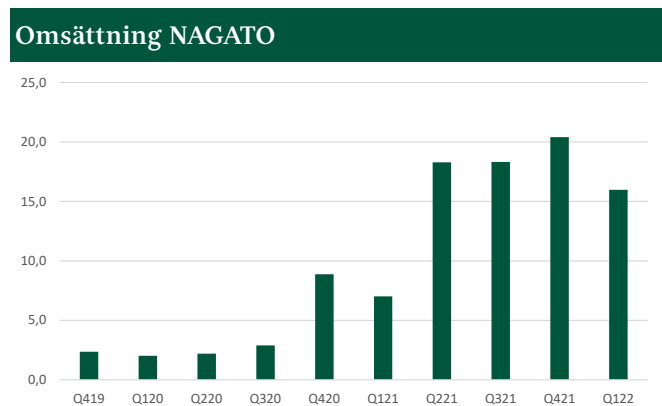
I det normalt säsongsmässigt svaga Q1 växte omsättningen 63% y/y till 33 mkr där NAGATO växte 110% och Agency 37%. Att NAGATO skulle växa bra var väntat men det var positivt att se den fina tillväxten även för Agency då det visar på att bolagets nya satsningar på nya profiler gett frukt. Agency, som idag är ledande inom fashion och beauty i Sverige, ska växa inom fler segment och även expandera internationellt på de marknader där NAGATO redan har öppnat dörren. Agency har redan nu insålda kampanjer på 59 mkr för 2022, vilket kan jämföras med att affärsområdet omsatte 62 mkr 2021.

EBITDA var -2,3 mkr vilket är i linje med bolagets strategi att investera i tillväxt för NAGATO via sign-on-bonusar och att röra sig mot ett svagt positivt resultat under året. Tourn har en stark kassa på 54 mkr för att fortsätta denna strategi. Tourn visar på god kostnadskontroll och har fått ner kostnaderna samtidigt som bolaget växer snabbt, vilket återigen bevisar skalbarheten.

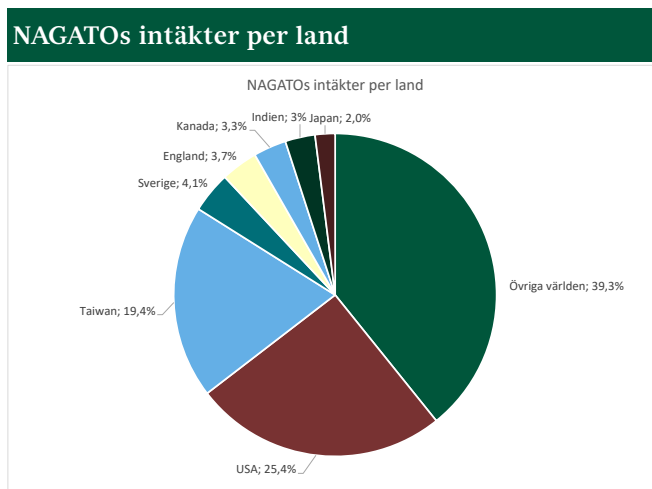
Tourns tillväxtstrategi där de rekryterar youtubers via sign-on-bonus inleddes i Q2 2021. Efter att det har gått 12 månader kommer vi att börja se effekt av detta från och med nästa kvartalsrapport och framförallt i Q3 och Q4. När marknaden får se bevis på att strategin fungerar och det börjar synas i ett successivt förbättrat resultat tror vi att aktien kommer att få en betydligt bättre utveckling än vi sett de senaste månaderna.

Nya långsiktiga mål

Bolaget publicerade också för första gången långsiktiga mål där de bl.a. ska omsätta +500 MSEK under 2025 med en vinstmarginal om minst 10%. Vi har i vår senaste uppdatering en försäljning på 387 mkr för 2025 och en EBITDA-marginal på 12%. Det är första gången bolaget kommunicerar denna typ av mål och vi tolkar det som konfidens på affärsmodellen och dess skalbarhet. Enligt Tourn är det först nu som bolaget har så pass mycket substans och data att de kan göra en sådan bedömning och kommunicera ett sådant mål. Kalkylen är beräknad på organisk tillväxt från NAGATO så utöver dessa 500 mkr kommer ev tillväxt från Agency.



EPB, Bolaget



EPB, Bolaget

Estimatförändringar

Old estimates 2022e 2023e 2024e 2025e

Revenue	208	282	355	378
EBITDA	9	25	40	43

New estimates 2022e 2023e 2024e 2025e

Revenue	208	290	364	387
EBITDA	10	27	43	46

Difference 2022e 2023e 2024e 2025e

Revenue	0%	3%	2%	2%
EBITDA	10%	10%	7%	7%

EPB

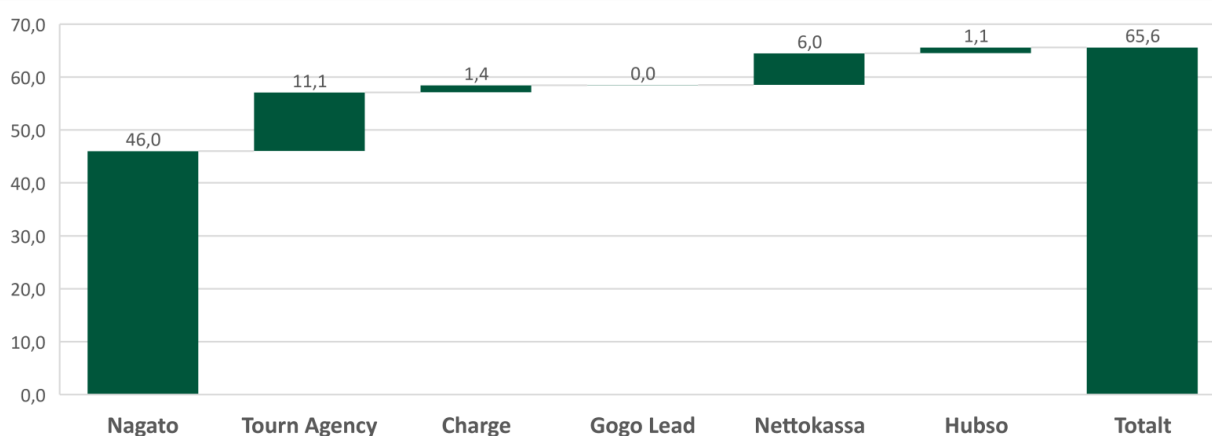
Vi gör mindre uppjusteringar av estimaten enligt ovan.

Värdering

Vi har uppdaterat vår SOTP-modell för Tourn med ett motiverat värde om 64-70 kr per aktie. WACC är fortsatt 11% vilket reflekterar en hög risk.

Vi applicerar en EV/Sales-multipel om 1,5x för Tourn Agency, 2,5x för NAGATO baserat på affärsmodell och marknadsvärderingar. Multipeln för NAGATO var tidigare 3x och vi väljer nu en mer konservativ multipel baserat på osäkerheten på aktiemarknaden. Vi använder multipeln år 2025 och diskonterar tillbaka värdet till idag.

SOTP-värdering



EPB

Vi ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget. Enligt våra estimat ser vi ett EV/EBIT om endast 7x och en EV/Sales om 0,6x år 2023, trots betydande tillväxt av mjukvaruintäkter och fortsatt marginalexpansion framgent.

Som stöd till vår SOTP-värdering har vi en DCF-värdeing som ger ett värde på 57 kr.

DCF			
Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)		306	
PV of terminal value (perpetuity formula)		191	
Enterprise value		497	
Latest net debt		-59	
Minority interests & other		0	
Equity value		555	
No. of shares outstanding (millions)		10	
Equity value per share (SEK)		57	
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	2,4	1,7	1,4
EV/EBITDA	52,1	18,3	11,5
EV/EBIT	44,5	17,3	11,1
EV/NOPLAT	57,0	22,2	14,2
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price		24,45	
WACC assumptions			
Risk free nominal rate			0,4%
Risk premium			7,0%
Extra risk premium			3,0%
Beta			1,2
Cost of equity			12,4%
Cost of debt (pre-tax)			3,0%
Tax rate			22%
Target debt/(debt + equity)			14%
WACC			11,0%
Terminal value assumptions			
Long term growth rate			3,0%
Long term EBIT margin			12,0%
Depreciation (% of sales)			2,0%
Capex (% of sales)			2,0%
Working cap. (% of sales)			-2,6%
Tax rate			22%

Känslighetsanalys						
Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
WACC	10,0%	60	62	64	67	71
	10,5%	56	58	60	63	66
	11,0%	53	55	57	59	61
	11,5%	51	52	54	56	58
	12,0%	48	50	51	53	54
Long-term EBIT margin						
	7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%	
WACC	10,0%	50	57	64	71	78
	10,5%	48	54	60	67	73
	11,0%	45	51	57	63	68
	11,5%	43	49	54	59	64
	12,0%	42	46	51	56	61

EPB

EPB

Aktieägare		
Största aktieägare	Röster	Aktier
Robin Stenman	17,4%	17,4%
Thomas Jansson	15,6%	15,6%
Erik Selin	5,5%	5,5%
New Equity	4,9%	4,9%
Övriga	56,6%	56,6%
Ordförande		Gustaf Kellner
Verkställande direktör		Robin Stenman
Finansdirektör		Johanna Forsberg
Investerarkontakt		-
Hemsida		tour.com

Holdings

Resultaträkning

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	88	129	208	290	364	387
Övriga intäkter	4	3	2	2	2	0
Kostnad sålda varor	57	106	164	220	271	287
Bruttovinst	34	25	46	72	95	100
Personalkostnader	28	26	27	32	35	35
Övriga externa kostnader	28	7	10	13	17	19
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-7	-6	10	27	43	46
Avskrivningar	1	1	2	2	2	0
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-9	-7	8	25	42	46
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	-9	-7	8	25	42	46
Finansiella poster	31	1	0	0	0	0
Resultat före skatt	23	-6	8	25	42	46
Skatter	0	0	2	5	9	10
Nettoresultat Rapporterat	23	-6	6	20	33	36
Nettoresultat (just)	23	-6	6	20	33	36

EPB

Kassaflödesanalys

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat Rapporterat	-16	-6	6	20	33	36
Icke kassaflödespåverkande poster	1	-1	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	11	-0,8	-4	-4	-4	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4	-8	2	16	29	35
Investeringar	0	4	1	1	1	1
Avyttringar	0	16	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	-4	4	1	15	28	34
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	60	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-4	64	1	15	28	34
Nettoskuld (just)	-3	-67	-68	-82	-110	-144

EPB

Balansräkning

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	11	12	12	12	12	12
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	32	16	16	16	16	16
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	44	29	29	29	29	29
Varulager	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	14	18	29	41	51	54
Övriga omsättningstillgångar	1	2	1	1	1	3
Likvida medel	3	59	60	74	102	136
Summa omsättningstillgångar	18	79	90	116	154	193
SUMMA TILLGÅNGAR	61	108	119	145	183	222
Eget Kapital och skulder						
Eget Kapital	15	68	75	95	127	164
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	15	68	75	95	127	164
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga finansiella skulder	21	6	0	0	0	0
Leverantörsskulder	8	12	19	26	33	35
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	18	22	25	24	23	23
Summa kortfristiga skulder	47	40	44	50	56	58
Summa Eget Kapital och skulder	61	108	118	145	183	221

EPB

Nyckeltal

Värdering

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-39,5	38,4	11,9	7,3	6,6
P/EK	3,5	3,2	2,5	1,9	1,5
P/FCF	55,4	235,6	16,4	8,6	7,0
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	1,4	0,9	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	-32,2	18,9	6,6	4,2	3,9
EV/EBIT	-25,5	22,8	7,1	4,3	3,9

Tillväxt och marginaler

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	47%	61%	39%	26%	6%
EBIT, tillväxt	nm	nm	222%	63%	11%
EPS just, tillväxt	nm	nm	222%	63%	11%
EBITDA-marginal	-4%	5%	9%	12%	12%
EBIT-marginal	-5%	4%	9%	11%	12%
Skattesats	21%	21%	21%	21%	21%

Lönsamhet

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	-9%	8%	21%	26%	22%
ROCE	-7%	7%	17%	20%	18%

Investeringar

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Investeringar	4	1	1	1	1
Investeringar/omsättning	2,9%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	5,1%	4,7%	4,4%	4,5%	4,9%
Varulager/omsättning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kundfordringar/omsättning	14,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Leverantörsskulder/omsättning	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Röreskapital/omsättning	30,5%	22,1%	22,6%	26,9%	34,9%
Kapitalomsättningshastighet	1,2	1,8	2,0	2,0	1,7

EPB

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