



Analyst Group

# TOURN INTERNATIONAL

SKALBAR TILLVÄXT BÄDDAR FÖR LÖNSAMHET

2019-04-09

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
JOHAN BERGLUND



pt. Oct. July. June. Aug. 5

7 5 3

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

*Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.*

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

Tourn International ("Bolaget" eller "Tourn"), grundat 2013, är ett PaaS-bolag inom sociala medier vars verksamhet består av tre ben med tydlig synergi – Agency, Nagato och HUBSO. Grunden är Agency - en it-driven mediebyrå där Bolaget hjälper såväl varumärken som andra byråer att hantera och strukturera sin influencer-marknadsföring. Nagato är Tourns egna, snabbt växande, Youtube-nätverk där Youtubers får hjälp med allt som rör deras kanal, från att optimera innehållet till att monetarisera och administrera kanalen. Via HUBSO hjälper Bolaget influencers att driva egna varumärken där influencern står för varumärket medan HUBSO äger allt runtomkring. De tre benen gör Tourn till en *one-stop-shop* för influencer-marknadsföring.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-13
Värdering	14
Bull & Bear	15-16
Ledning & styrelse	17
Appendix	18-19
Disclaimer	20



4

### Värde drivare

De stora värde drivarna under 2019 och 2020 är de nya och skalbara affärsområdena Nagato och HUBSO samt en internationell expansion. Tourn har tidigare befunnit sig i en utvecklingsfas, men har under 2018 skalat ner Bolaget och stängt olönsamma delar. Analyst Group estimerar både stark intäktstillväxt och marginalexpansion, vilket kan möjliggöra lönsamhet under 2019. Allt annat lika, bör Bolaget, i ett Base scenario, värderas upp.

3



### Historisk Lönsamhet

Tourn har historiskt haft ett svagt kassaflöde och ej visat lönsamhet, varför Bolaget genomförde en nyemission om 10,2 MSEK under maj 2018. Nyckeln till att nå lönsamhet återfinns i att de nya affärsområdena lyckas enligt plan samt att realisera synergieffekter mellan dessa. Betyget är enbart historiskt och ej framåtblickande.

2



### Riskprofil

På kort sikt finns potentiell nedsida framför allt på hemmamarknaden som uppvisar ökad konkurrens. Vidare finns risk att den geografiska eller produktmässiga expansionen blir kostsam och ställer Bolaget inför nya utmaningar. På längre sikt finns även risker i form av en eventuellt större skepsis gällande marknadsföring via sociala medier samt att vissa annonsörer på senare tid lämnat dessa. Då annonsering i sociala medier trots allt ökar markant både i Sverige och internationellt bedöms eventuella effekter som begränsade i ett såväl kort som medellångt perspektiv.

2



### Ledning & Styrelse

Tourns ledning och styrelse består av personer med gedigen erfarenhet, såväl operativ som strategisk, från relevanta områden inom marknadsföring. Kombinerat med högt insynsägande om 25 %, ingjuter detta förtroende. För att erhålla ett högre betyg hade vi gärna sett större erfarenhet från noterad miljö.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

# TOURN INTERNATIONAL (TOURN)

## SKALBAR TILLVÄXT BÄDDAR FÖR LÖNSAMHET



Tourn har sedan starten visat en exponentiell omsättnings-tillväxt, från 1 MSEK 2014 till 53 MSEK 2018. 2018 låg fokus på att utveckla de delar som fungerat väl och de nya affärsområdena Nagato och HUBSO, samtidigt som olönsamma delar stängdes ner. 2019 förväntas tillväxten åter ta fart med ett intensifierat fokus på internationell expansion. Baserat på en multipel-värdering på 2019 års prognos härleds i ett Base scenario ett värde om 15,8 kr per aktie.

### Marknadsföring via sociala medier och influencer-marketing växer snabbt

Influencer-marketing är den snabbast växande nischen inom marknadsföring via sociala medier, och väntas växa globalt från 2 mdUSD till mellan 5 och 10 mdUSD 2020. Den svenska marknaden är mer mogen än den globala, men växte ändå med 33 % 2017 och väntas fortsatt växa med tvåsiffrig tillväxttakt 2018 och 2019. Den underliggande tillväxten i marknadsföring via sociala medier väntas växa med en genomsnittlig tillväxttakt om 20 % per år till 200 mdUSD fram till 2023.

### Nya affärsområden driver tillväxt

Bolagets primära intäktsdrivare framöver är dess två nytilskott, Nagato och HUBSO. Nagato är ett Multi-Channel-Nätverk för Youtube där "Yotubers" får hjälp med allt från att optimera innehåll till att maximera räckvidd och att administrera sin kanal. Från slutet på Q2-18 fram till december har antalet visningar och intäkter per månad mer än fördubblats med fortsatt starkt momentum. HUBSOs affärsidé är att hjälpa influencers att bygga och marknadsföra egna produktvarumärken. Även här är tillväxten god då intäkterna ökade från 0,8 till 3,9 MSEK H1 till H2 2018.

### Synergi och skalbarhet höjer marginalen

Lyckas Tourn utnyttja den internationella räckvidd som framför allt Nagato ger till att expandera även Bolagets övriga produkter internationellt ligger en expansion av både intäkter och marginaler under 2019 och 2020 i korten. För 2019 och 2020 estimeras i ett Base scenario intäkter om 90,1 MSEK respektive 115,1 MSEK, och en EBITDA-marginal om 8,4 % respektive 12 %.

### Risk ligger i ökad konkurrens och kostsam expansion

På kort sikt finns potentiell nedsida i en ökad konkurrens, samt att den produktmässiga och geografiska expansionen blir kostsam i form av nyanställningar och investeringar i utveckling, samtidigt som det ställer Tourn inför nya organisatoriska utmaningar. På längre sikt finns även risker i form av en eventuell större skepsis till sociala medier från såväl konsumenter som annonsörer, samt att vissa annonsörer på senare tid lämnat dessa. Eftersom att annonsering via sociala medier trots allt ökar bedöms dock eventuella effekter som begränsade i ett såväl kort som medellångt perspektiv.

## AKTIEKURS 9,94 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNOSE

<b>BEAR</b> 9,00 kr	<b>BASE</b> 15,80 kr	<b>BULL</b> 20,50 kr
------------------------	-------------------------	-------------------------

TOURN (PUBL)	
Stängningskurs (2019-04-08)	9,94 kr
Antal Aktier	8 303 350
Market Cap (MSEK)	82,54
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-6,56
Enterprise Value (MSEK)	75,97
V.52 prisintervall (SEK)	9,00 – 16,54
Lista	Spotlight Stock Market

UTVECKLING	
1 månad	-7,96 %
3 månader	-19,84 %
1 år	-23,54 %
YTD	-9,64 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, MODULAR FINANCE)	
Robin Stenman	20,43 %
AB B21 Invest	18,26 %
Avanza Pension	6,48 %
Nordnet Pensionsförsäkring	5,99 %
Swedbank Försäkring	4,60 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Robin Stenman
Styrelseordförande	Olle Söderberg

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport 1 2019	2019-04-17

PROGNOS (BASE), MSEK	2017	2018	2019E	2020E
<b>Nettoomsättning</b>	48,0	53,4	90,1	115,1
<i>Omsättningstillväxt</i>	210 %	11 %	69 %	28 %
<b>Bruttoresultat</b>	<b>24,2</b>	<b>21,8</b>	<b>46,0</b>	<b>59,9</b>
<i>Bruttomarginal</i>	47,4 %	32,0 %	51,0 %	52,0 %
<b>EBITDA</b>	<b>- 0,61</b>	<b>- 12,5</b>	<b>7,4</b>	<b>13,8</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	- 0,3 %	-20,9 %	8,2 %	12,0 %
<b>Nettoresultat</b>	<b>- 0,6</b>	<b>- 12,3</b>	<b>4,7</b>	<b>7,3</b>
<i>Nettomarginal</i>	- 1,2 %	- 23,1 %	5,2 %	8,4 %
EV/S	1,58	1,42	0,84	0,66
P/S	1,72	1,55	0,92	0,72
EV/EBITDA	neg.	neg.	10,33	5,50

Resultatmåten för 2019 och 2020 räknade exklusive aktiverade utvecklingskostnader.

# INVESTERINGSIDÉ

Tourn har sedan starten visat en exponentiell omsättningstillväxt, från 1 MSEK 2014 till 53 MSEK 2018. 2018 som är att betrakta som ett mellanår visade på jämförelsevis låg tillväxt om 11 %, detta eftersom att Tourn renodlade Bolagets lönsamma verksamhet för att samtidigt stänga ner olönsamma delar. Vidare så har fokus legat på att vidareutveckla Tourns två dotterbolag, och nya affärsområden, Nagato och HUBSO. 2019 förväntas därför tillväxten åter ta fart med ett intensifierat fokus på internationell expansion. Baserat på en multipelvärdering på 2019 års prognos härleds ett värde om 15,8 kr per aktie i ett Base scenario.

## Stark marknadstillväxt

Influencer-marknadsföring är den snabbast växande nischen inom marknadsföring via sociala medier och väntas växa från 2 mdUSD till 5-10 mdUSD 2020<sup>1</sup>. Den svenska marknaden är betydligt mer mogen än den globala, men växte ändå med 33 % 2017 och väntas fortsatt växa med tvåsiffrig tillväxttakt 2018 och 2019<sup>2</sup>. Den underliggande tillväxten i marknadsföring via sociala medier väntas öka med en genomsnittlig tillväxttakt om 20 % per år till 200 mdUSD fram till 2023<sup>3</sup>. I ett Base scenario estimeras därför en stark medvind på underliggande marknad.

## Nya affärsområden driver tillväxt

Den viktigaste intäktsdrivaren framöver är Bolagets två nytillskott – Nagato och HUBSO. Nagato, grundat 2017, är Bolagets Multi-Channel-Nätverk för Youtube där ”Youtubers” får hjälp med allt från att optimera innehåll till att maximera räckvidd och att administrera sin kanal. Efter en imponerande tillväxt under 2018 ses nu ett betydande avtryck i resultaträkningen. Från september 2018 till december 2018 mer än fördubblades antalet månatliga visningar och intäkter med fortsatt gott momentum. I ett Base scenario estimeras en tillväxt om 107,5 % tillväxt i månatliga visningar Y-o-Y till december 2019. Tillsammans med en ökning i intäkt per visning estimerar Analyst Group 29,5 MSEK i intäkter för Nagato 2019.

HUBSO, där influencers får hjälp med att bygga och marknadsföra egna produktvarumärken, lanserades kommersiellt i juli 2017. Även här är tillväxten god då Bolaget från H1 till H2 2018 ökade intäkterna från 0,8 till 3,9 MSEK. I ett Base scenario fortsätter HUBSO att växa sekventiellt både H1 och H2 2019 gentemot H2 2018, där en tillväxt om totalt 150 % estimeras, från 2018 till 2019, för att då nå en omsättning om 11,8 MSEK.

## Skalbarhet och synergi höjer marginalen

Lyckas Tourn utnyttja den internationella räckvidd som Nagato ger till att expandera Bolagets övriga produkter och tjänster internationellt kan tillväxten ta ytterligare fart. Vidare finns tydlig potentiell synergi mellan affärsområdena. Influencers som idag endast genererar intäkter via en kanal, exempelvis Youtube (Nagato), kan framöver kopplas till Agency och HUBSO och då generera intäkter i fler kanaler till en låg marginalkostnad. Lyckas Bolaget med detta ligger en betydande expansion av både intäkter och marginaler i korten.

## Motiverat potentiellt värde om 15,8 kr per aktie

Baserat på en EV/S-multipel om 1,5 på 2019 års prognos härleds i ett Base scenario en värdering om 135 MSEK. Justerat för antagen ägarandel om 40 % i HUBSO efter genomförd nyemission i mars 2019 erhålls ett potentiellt motiverat börsvärde om 125 MSEK, vilket motsvarar 15,8 kr per aktie.

## Primära risker i ökad konkurrens, mogen hemmamarknad och kostsam expansion

På kort sikt finns potentiell nedsida i en ökad konkurrens och en konkurrensutsatt hemmamarknad. Samtidigt kan den geografiska och produktmässiga expansionen bli kostsam i form av nyanställningar och investeringar i utveckling samtidigt som de ställer Bolaget inför nya organisatoriska utmaningar.

En långsiktig risk är även den allmänt mer skeptiska inställningen till sociala medier, både generell och till enskilda nätverk såsom Youtube och Facebook där vissa annonsörer på senare tid lämnat dessa. Då annonseringen i sociala medier trots allt ökar bedöms dock eventuella effekter som begränsade i ett såväl kort som medellångt perspektiv. Tourns i dagsläget begränsade storlek relativt marknadens gör dessutom att det rimligtvis finns utrymme att växa även i ett motigt scenario.

1. Mediakix, 2018

2. IRM 2018

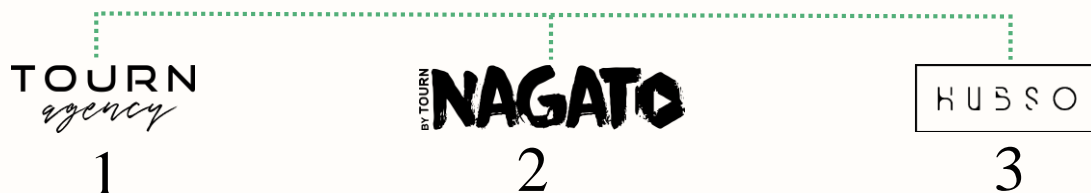
3. Statista, Ad spending Social Media Advertising worldwide

# BOLAGSBESKRIVNING

## EN DATA- DRIVEN VERKTYGS- LÅDA

Sociala medier har förändrat världen med en av konsekvenserna att medierna flyttar ut till individuella influencers. Idag hämtas i allt större grad exempelvis mode- eller träningstips från Instagram-profiler snarare än den senaste upplagan av ”Vogue” eller ”Allt om träning”. Det är i det här skiftet som Tourn kommer in. Å ena sidan som en datadriven länk mellan influencers och varumärken eller andra mediebyråer, å andra sidan som en ”influencers egen verktyglåda” med målet att ge denne samma verktyg som ett stort mediehus. De här två sidorna tar sig uttryck i tre olika affärsområden – Agency, Nagato och HUBSO

## TOURN



### 1

#### Tourn Agency

Agency består av flera delar som sammantaget är den del av Tourn som är mest lik en traditionell mediebyrå. Dels erbjuder Bolaget via ”Tourn 3.0” en samling av kampanj- och annonseringsverktyg samt en marknadsplats, vilket sammanfattat täcker influencer-marknadsförings grundläggande nödvändigheter. Kunden är antingen varumärken som förlägger en del av sin marknadsföringsbudget hos Tourn, (t.ex. Puma) eller mediebyråer som hanterar varumärkens marknadsföringsbudgetar. Dessa byråer lägger sedan i sin tur en del av den budgeten hos Tourn. Tillbaka får kunderna förutom marknadsföring via influencers också olika analysverktyg. Större kunder får även en egen projektledare som hjälper kunden att planera sina kampanjer. Utöver detta har Tourn exklusiva avtal, upp till två år långa, med flera stora influencers, bl.a. Kenza, Bianca Ingrosso och Alexandra Bring. Dessa influencers kan varumärken endast få tillgång till via Tourn.

## DIVERSIFIERAD KUNDBAS

#### Intäktsmodell

Intäkterna för Agency består av den marknadsföringsbudget som kunderna förlägger hos Tourn. Kundbasen består av allt från större varumärken som t.ex. Puma, H&M och Procter & Gamble med miljonbudget till mindre kunder som bara lägger ett par tusenlappar. Det genomsnittliga ordervärdet under andra halvåret 2016 uppgick till 175 TSEK, med högsta ordervärde om 1,4 MSEK. Under antagandet att orderstorleken sedan dess har följt omsättningen estimeras att det genomsnittliga ordervärdet idag uppgår till drygt 500 TSEK, med största ordervärde om drygt 4 MSEK. Utifrån dessa antaganden och räknat på 2018 års omsättning står ingen enskild kund för mer än cirka 8 %. I kombination med den publicerade kundlistan är det rimligt att anta att Tourn har en god riskspridning i kundbasen med ett stort antal kunder i segmentet 500 TSEK – 1 MSEK (1-2 % av omsättningen). Vidare estimeras ARR uppgå till 85 % vilket vittnar om ett välfungerande erbjudande.

### 2

#### Nagato

Nagato är Tourns Multi-Channel-Nätverk för Youtube där ”Youtubers” får hjälp med allt från att med dataanalys för att optimera innehåll till att maximera räckvidd och att administrera sin kanal. Om Tourn Agency är själva grunden i Tourn är det till Nagato man sätter hoppet internationellt. Tanken är att via Nagato sälja in Bolagets övriga produkter från Agency och HUBSO. Lyckas Bolaget är det lätt att se synergieffekter med både Agency och HUBSO.

## INTERNATIONELL OCH SKALBAR AFFÄRSMODELL

#### Intäktsmodell

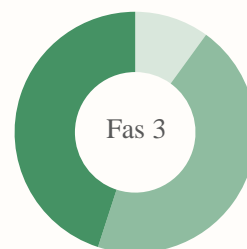
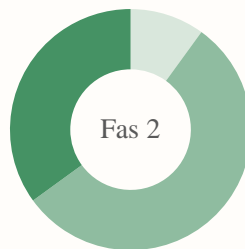
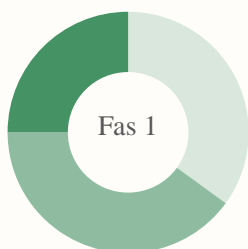
I dagsläget består intäkterna av annonsintäkter från Youtube för de reklamklipp som visas i samband med att någon tittar på, en till Nagato ansluten, Youtuber, alternativt en intäkt per visning om tittaren är en Youtube-premium prenumerant. Fördelen med Nagatos affärsmodell är enligt Tourn själva att den är mer skalbar än övriga eftersom att Bolaget tidigare behövt matcha en influencer med en annonsör för att generera intäkter. Med Nagato sköter Youtube annonsförsäljningen vilket gör att Tourn istället kan fokusera på att maximera antalet visningar som deras anslutna Youtubers genererar.

# BOLAGSBESKRIVNING

Nagato sluter antingen avtal direkt med Youtubern (influencern) eller via samarbetspartners, som sedan får en andel av intäkterna som genereras. Nagato delar sedan upp influencern i tre faser beroende på antal visningar och följare. I steg ett är influencern endast ansluten till Nagato. I fas två kopplas fler kanaler, exempelvis Instagram och Twitch på. Slutligen, i fas 3, ansluts influencern även till Tourns agentur. För varje fas ökar Tourns andel av de totala intäkterna som influencern genererar.

**I takt med att influencers och samarbetspartners kopplas till fler kanaler ökar Tourns andel av intäkterna som genereras.**

*Fördelningen ska endast betraktas som en ungefärlig riktlinje. Tourn har ej kommunicerat en precis procentuell fördelning.*



■ Youtube ■ Influencer ■ Tourn

■ Youtube ■ Influencer ■ Tourn

■ Youtube ■ Influencer ■ Tourn

Analyst Groups estimat.

## 3

### HUBSO

HUBSO är ett naturligt led i Tourns strävan efter att erbjuda influencers en komplett verktygslåda. Istället för att influencers marknadsför andra varumärken hjälper HUBSO dem att starta och marknadsföra sina egna. Bolaget grundades 2017 som ett samriskbolag mellan Tourn och Tourns näst största ägare NEVI. Tourn erhöll 52,38 % av aktierna och 79,17 % av rösterna genom ett avtal där Tourn driver Bolaget medan NEVI står för finansiering. Efter en nyemission i maj 2018 till en pre-money värdering om 15 miljoner sjönk Tourns ägarandel till 44,06 % av aktierna och 73,13 % av rösterna. I januari kommunicerade Tourn att HUBSO avser att göra en nyemission med målet att ta in 5-7,5 MSEK till en värdering pre-money om 40 MSEK.

#### Intäktmodell

HUBSO går in som ägare för allt utom själva varumärket, från inköp och produktion av varor till själva e-butiken. Bolaget står därför för kostnader för produktion, e-butik och personal medan influencern erhåller en provision på bruttoresultatet. För att minimera risken görs inför lansering en grundlig analys av influencers potential samt att kunder till viss del får förbeställa varor. Analyst Group bedömer att HUBSO hittills framför allt använt sig av tillfälliga kampanjer som sålt slut väldigt snabbt, men förväntan är att öka den löpande försäljningen mer.

Hittills är det Tourns större influencers, bl.a. Bianca Ingrosso, som har startat upp varumärken och e-butik via HUBSO. Enligt Analyst Groups bedömning finns potentiell synergi mellan Nagato och HUBSO och att det på sikt blir möjligt även för mindre Youtubers eller andra influencers att starta upp en e-butik via HUBSO.

#### Strategiska utmaningar

Strategiskt är Tourns primära utmaning 2019 att skala upp Nagato och HUBSO och fullt ut ta steget att bli ett internationellt bolag. Kan Bolaget göra det med god kostnadskontroll finns goda förutsättningar att under 2019 vända till vinst. Samtidigt måste den hårdnande konkurrensen på hemmamarknaden i Sverige, som trots allt fortfarande står för större delen av intäkterna, hanteras. Andra halvåret 2019 vill Analyst Group i ett Base scenario se att de tilltänkta synergieffekterna realiserar. D.v.s. att allt fler influencers kopplas på till samtliga kanaler med Youtubers som tar steget till att öppna e-butik hos HUBSO samt ansluter till Agency eller vice versa.

HUBSO  
ÄGER  
AFFÄREN

# MARKNADSANALYS

STARK  
TILLVÄXT  
BÅDE  
GLOBALT  
OCH I  
SVERIGE

## Global spelplan

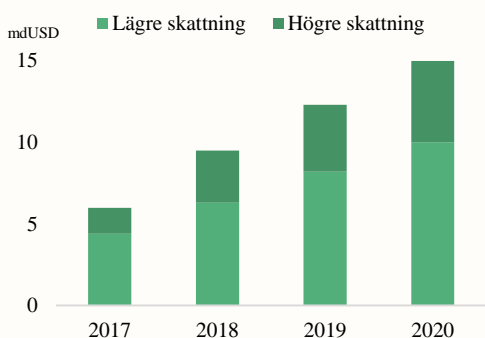
Ett av Tourns kommunicerade mål för 2019 är att andelen internationella intäkter ska öka från 15 % 2018 till minst 50 % 2019. H1 2018 genererades 79 % av Nagatos visningar från andra länder än Sverige, med Sydamerika som största marknad. Tourns jämförelsemarknad framöver bör därför primärt vara global, även om den svenska är relevant för framför allt Tourn Agency.

## Stark marknadstillväxt

Den globala marknaden för marknadsföring på sociala medier väntas växa med en genomsnittlig tillväxttakt om 26 % till 122 mdUSD 2020. Influencer-marketing som i sin tur är den snabbast växande nischen inom sociala medier, där Tourn är verksamma, väntas växa ännu snabbare från 2 mdUSD 2017 till mellan 5 och 10 mdUSD 2020. Även om den svenska marknaden är mer mogen än den globala, växte den med 33 % 2017 till 660 MSEK och väntas fortsatt växa med tvåsiffrigt tillväxttakt 2018 till 800 MSEK och 2019 till 1000 MSEK.

### Stark tillväxt på primär marknad

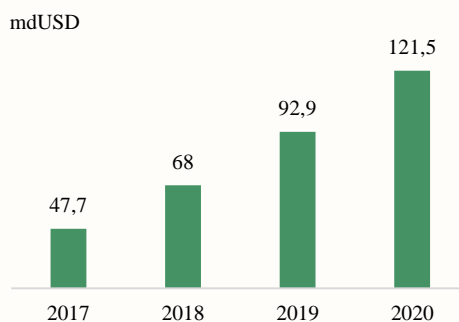
Global marknad för influencer-marknadsföring



Analyst Groups prognos

### Underliggande marknad

Global marknadsföring i sociala medier



Analyst Groups prognos

## Stark tillväxt leder till hård konkurrens

En marknad i snabb tillväxt drar till sig många aktörer, något som skett på den svenska marknaden, vilket kan vara en faktor till Tourn, och dess konkurrenters, historiskt sett svaga lönsamhet. Efter en snabb initial tillväxt har ökningen avtagit för flertalet aktörer medan förlusterna legat kvar på samma nivå eller till och med ökat. Visserligen kräver en snabb tillväxt investeringar i både teknik och organisation, men att influencer-marknadsföring åtminstone i Sverige inte är lika hett ur investeringssynpunkt som det var för ett par år syns i värderingarna.

## Fokus på lönsamhet under 2019

Från toppen i november 2017 är Tourns aktiekurs ned drygt 60 %. Konkurrenten United Screens fick se en likartad utveckling då man vid försäljningen till tyska mediejetten RTL Group värderades till 120 miljoner, ned från en skattad värdering på 250 miljoner i november 2016. För att vända aktiekursens negativa utveckling blir det därför för Tourns del extra viktigt att 2019 visa att Bolaget faktiskt kan nå lönsamhet.



# FINANSIELL HISTORIK

MSEK	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	2017	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	2018
Nettoomsättning	9,2	11,6	12,0	15,5	48,0	11,4	11,4	12,8	17,7	53,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1	4,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,1	1,0	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>9,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>	<b>16,8</b>	<b>49,5</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>14,0</b>	<b>18,9</b>	<b>58,0</b>
COGS	-3,8	-5,7	-6,8	-9,0	-7,4	-5,7	-6,1	-9,5	-14,9	-36,8*
<b>Bruttoresultat</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,9</b>	<b>24,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>21,2*</b>
Bruttomarginal	59,1 %	50,6 %	42,9 %	42,2 %	47,4 %	50,4 %	46,3 %	25,5 %	15,8 %	32,0 %
Övriga externa kostnader	-1,5	-1,0	-1,4	-2,7	-6,3	-1,7	-2,0	-1,8	-6,8	-11,8*
Personalkostnader	-3,4	-5,2	-3,7	-5,7	-18,1	-4,9	-5,8	-4,4	-5,5	-20,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-11,1</b>
EBITDA-marginal	5,9 %	-2,7 %	0,7 %	-3,1 %	-0,3 %	2,4 %	-11,7 %	-13,5 %	-47,3 %	-20,9 %
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,7	-1,2
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,5</b>
EBIT-marginal	4,7 %	-3,6 %	-0,3 %	-3,8 %	-1,3 %	1,3 %	-12,9 %	-15,6 %	-51,5 %	-23,3 %
Resultat från andelar i koncernföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>EBT</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,6</b>
Förändring uppskjuten skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintresse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,3</b>

\*Vissa kostnader har mellan kvartal och årsredovisning bokats om från övriga externa kostnader till COGS varför kvartalen ej summerar till årsbeloppet.

Historiskt ses en tydlig säsongsvariation i Tourns intäkter, där H1 är svagast medan H2 är betydligt starkare. Enligt Analyst Groups estimat kvarstår den effekten även framåt, men kan komma att ändras något beroende på tillväxten i Nagato och HUBSO.

Tourn tyngdes såväl 2017 som 2018 av kostnader som Analyst Group, liksom kommunicerat av Tourn, bedömer är av engångskaraktär, exempelvis nedskrivningar av kundfordringar, juridiska kostnader samt emissionskostnader. I ett Base scenario antas att inga nedskrivningar av nuvarande kundfordringar är nödvändiga 2019 och 2020.

NYCKELTAL MSEK	2015	2016	2017	2018
Nettoomsättning	7,0	15,5	48,0	53,4
Kostnad sålda varor / inköp av tjänster	-1,3	-6,0	-25,3	-36,3
% av oms.	19 %	39 %	53 %	68 %
Bruttomarginal	81 %	61 %	47 %	32 %
Soliditet	81 %	51 %	38 %	33 %
Personalkostnader	-3,3	-8,2	-18,1	-20,6
Antal anställda	8	12	18	-
Personalkostnad per anställd	-0,4	-0,7	-1,0	-
Kundfordringar	4,3	7,7	14,2	11,0
Kundfordringar i % av omsättning:	62 %	49 %	30 %	21 %
Kundkreditid i dagar	-	141	83	86

# FINANSIELL PROGNOSE

## Omsättningsprognos i ett Base scenario 2019 och 2020

Omsättningsprognoserna är uppdelade på affärsområden Tourn Agency, Nagato och HUBSO, och sträcker sig till 2020.

- **Tourn Agency:** Givet estimerade och kommunicerade intäkter för Nagato och HUBSO estimeras Tourn Agencys intäkter ha minskat med cirka 10 % 2018. De primära drivarna bakom detta bedömer Analyst Group är dels ökad konkurrens på hemmamarknaden Sverige, varifrån Bolaget 2018 hämtade runt 85 % av sina intäkter, samt avveckling av delar av produkterbjudandet som inte visat sig lönsamma. Grundat i Tourns relativt starka marknadsposition, i kombination med den övergripande marknadstillväxten, antas Tourn Agency i ett Base scenario återgå till tillväxt 2019 och 2020 med cirka 10 % per år. Att Tourn Agency bedöms växa i en lägre takt än marknaden i sin helhet beror på att Analyst Group bedömer att konkurrensen mellan influencer-nätverk samt mediebyråer fortsätter att öka, och därtill att en stor del av marknadstillväxten kommer från andra segment än Tourn Agencys, exempelvis via produkter som Nagato.
- **Nagato:** Sedan lansering har Nagato haft en explosionsartad utveckling. Nagato har gått från att i februari 2018 nå 8 miljoner visningar per månad, till 100 miljoner visningar i september, vilket genererade 0,6 MSEK, för att i december kunna uppvisa intäkter om 1,5 MSEK vid 230 miljoner visningar. Siffrorna gäller alltså per månad, och procentuellt motsvarar det närmare 40 % i tillväxt M-o-M. Till april är Bolagets kommunicerade mål att nå 350 miljoner månatliga visningar vilket ger en tillväxttakt om 11 % M-o-M.

I ett Base scenario estimerar Analyst Group en något lägre tillväxttakt till och med april för att sedan nå 475 miljoner månatliga visningar i december 2019, vilket ger en tillväxt om drygt 100 % Y-o-Y, driven av expansion till nya marknader samt fortsatt tillväxt på befintliga marknader, med nya partneravtal. Vad gäller intäkt per visning antas en fortsatt ökning både 2019 och 2020 driven av två faktorer:

- Den närtida expansionen till länder som Tyskland, England samt Mellanöstern vilka generellt har en högre intäkt per visning än dagens största marknad Sydamerika.
- Samarbetspartners och influencers som förflyttas vidare från fas ett till fas två och tre i Nagatos intäktsmodell beskriven på sidan 7.

Sammantaget estimeras Nagato i ett Base scenario omsätta 29,5 MSEK.

Nagato 2019E Base scenario	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Miljoner visningar	253	276	298	319	338	355	372	391	411	431	453	475
Tillväxt visningar	10 %	9 %	8 %	7 %	6 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Intäkter MSEK	1,66	1,82	1,97	2,12	2,26	2,38	2,52	2,65	2,80	2,96	3,12	3,29
Nagato 2020E Base scenario	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Miljoner visningar	485	495	504	515	525	535	546	557	568	579	591	603
Tillväxt visningar	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Intäkter MSEK	3,37	3,46	3,55	3,63	3,73	3,82	3,91	4,01	4,11	4,22	4,32	4,43

- **HUBSO:** HUBSO genomförde sin kommersiella lansering i juli 2017, men det är först under H2 18 som försäljningen tagit fart. Bolaget omsatte under H2 18 ca 3,9 MSEK, att jämföra mot 0,8 MSEK H1 18. Givet att ett kommunicerat mål om 10 lanserade kollektioner 2018 fås snittintäkten 0,47 MSEK per kollektion. Baserat på antagandet att flertalet av de större influencers, som idag är knutna till Tourn, exempelvis Bianca Ingrosso, redan är lanserade, bör intäkten per lanserad kollektion av kommande influencers, allt annat lika, vara något lägre än nuvarande nivå. Detta bedöms dock motverkas av större och längre kollektioner hos redan lanserade influencers, varför genomsnittlig intäkt antas förbli stabil.

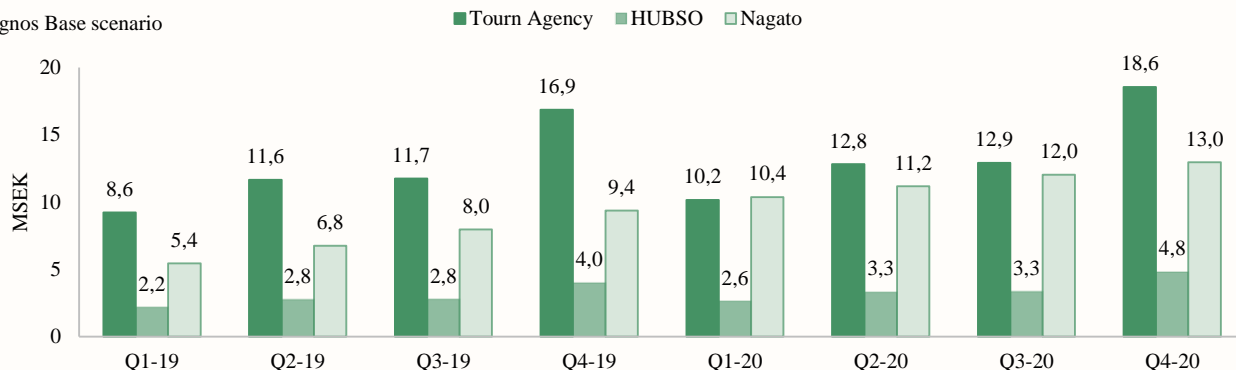
Sammantaget estimeras i ett Base scenario en sekventiell tillväxt både H1 och H2 2019 med en total omsättningstillväxt om 150 %.

HUBSO Base scenario	Kollektioner	Intäkt per kollektion
2019E	25	0,47 MSEK
2020E	30	0,47 MSEK

# FINANSIELL PROGNOSEN

## Stark tillväxt i Nagato driver tillväxten.

Prognos Base scenario



Analyst Groups prognos

Estimat: Omsättning per affärsområde Base scenario	Agency	Nagato	HUBSO	Agency (%)	Nagato (%)	HUBSO (%)	Totalt
2019E	48,85	29,54	11,75	54 %	33 %	13 %	<b>90,14</b>
2020E	54,45	46,57	14,10	47 %	40 %	12 %	<b>115,12</b>

AVRUNDNING GÖR ATT SUMMAN EJ SUMMERAR TILL 100 %.

## Viktiga faktorer hänförliga till omsättningsprognosen

Tourn är verksamma i en växande och ännu snabbt föränderlig bransch och detsamma gäller Tourn som bolag, där Bolagets nyaste affärsområden, Nagato och HUBSO knappt är två år gamla. Omsättningsprognosen är därför behäftad med en förhöjd grad av osäkerhet. Nedan följer därför punkter, uppdelat per affärsområde, som enligt Analyst Groups bedömning är särskilt viktiga att bevaka 2019 och 2020:

### Tourn Agency

- Fundamentala förändringar i hur influencer-marknadsföring bedrivs

### Nagato

- Antalet månatliga visningar
- Genomsnittlig intäkt per visning
- Den geografiska mixen varifrån de månatliga visningarna genereras eftersom att detta starkt påverkar intäkt per visning
- I estimaten är en linjär tillväxt modellerad. I praktiken kan tillväxten komma att fluktueras från period till period, bland annat beroende på inträde på nya marknader samt potentiella partneravtal, vilket får följas upp efter hand. Till Tourn konkurrerande MCN-nätverk har i flera fall efter en snabb initial tillväxt avstannat eller till och med minskat. Det är därför ej att rekommendera att extrapolera tillväxten för en viss månad, eller annan tidsperiod

### HUBSO

- Antal anknutna influencers
- Antal kollektioner per influencer samt totalt antal kollektioner
- Intäkt per kollektion
- Geografisk expansion av HUBSO
- Eventuellt inträde av konkurrenter

# FINANSIELL PROGNOSE

## Kostnadsdrivare

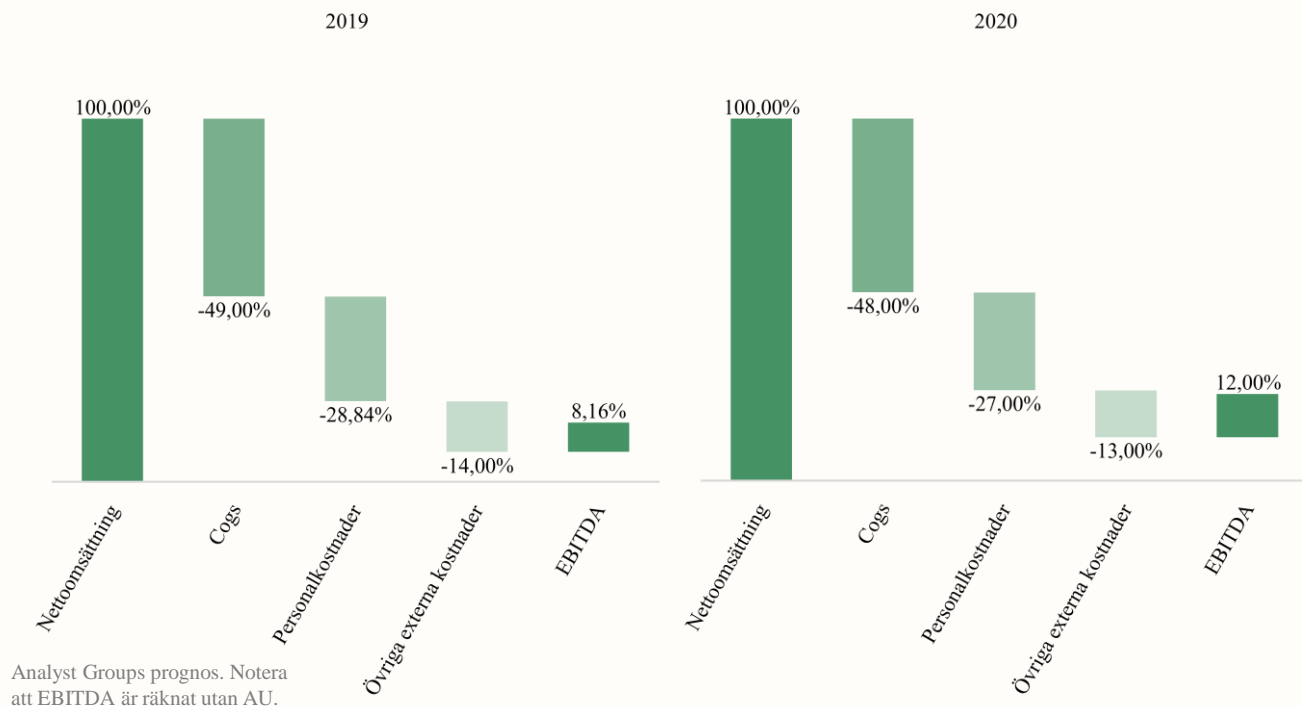
För kostnadsdrivare analyseras Tourn i sin helhet. Bolagets primära kostnad är inköp av reklamplats d.v.s. provision till influencers, och inköp av varor till HUBSO. Dessa hamnar under ”inköp av tjänster” respektive ”handelsvaror” varefter Tourns bruttomarginal räknas fram. Analyst Group estimerar att provisionen till influencers har legat stabilt kring 50 % sedan 2016, vilket i ett Base scenario betraktas som utgångsnivå för 2019 och 2020. Tack vare realiserade synergier mellan Bolagets plattformar estimeras ökad merförsäljning till låg kostnad medföra en viss minskning av bruttokostnaden, till 49 % år 2019 och till 48 % 2020.

### OMSÄTTNINGEN VÄXER SNABBARE ÄN PERSONAL- KOSTNADERNA

Tourns näst största kostnadspost är personal. 2017 och 2018 uppgick personalkostnader till 18 MSEK respektive 21 MSEK, 38 % respektive 39 % av nettoomsättningen. Analyst Group antar i ett Base scenario att den internationella expansionen sker med hjälp av samarbetspartners samt att Nagato är mindre personalintensivt än övriga affärsområden. Personalkostnaderna estimeras under 2019 öka med 26 % för att då uppgå till ca 26 MSEK, motsvarande 29 % av prognosticerad omsättning. Vi räknar således med att intäkterna under 2019 växer i snabbare takt än kostnaderna hänförlig till personal.

Bolagets tredje största kostnadspost är övriga externa kostnader. Här ligger framför allt löpande utvecklings- och underhållskostnader för Bolagets plattformar. Eftersom att Nagato och HUBSO idag är lanserade och genererar intäkter, bedöms det som sannolikt att Bolaget har lagt de största investeringarna bakom sig. I kombination med att intäkterna tar fart estimerar Analyst Group i ett Base scenario att kostnaderna som andel av omsättningen sjunker något till 14 % respektive 13 % 2019 och 2020.

I ett Base scenario slår skalbarheten i Nagato och HUBSO igenom varför omsättningen växer snabbare än personalkostnaderna relativt 2018.



Som investerare är det framgent viktigt att vara uppmärksam på Nagatos och HUBSOs eventuella effekter på kostnad sålda varor och således bruttomarginalen. Vidare har Analyst Group i kostnadsprognosen bedömt att Tourns internationella expansion ej kräver omfattande fysisk geografisk etablering utanför Sverige. En betydande fysisk geografisk expansion kan därför medföra en betydande förändring av såväl personalkostnader som andra kostnader. Vidare kan det ske en viss förändring i resultaträkningens struktur, beroende på mixen av intäkter och kostnader från Nagato respektive HUBSO, och hur dessa bokförs. Exempelvis har HUBSOs räkenskaper till och med Q4-18 konsoliderats i Tourns, men här kan en förändring ske beroende på hur Tourns ägarandel i HUBSO förändras efter pågående nyemission.

# FINANSIELL PROGNOSE

Analyst Groups sammantagna prognos för Tourn i ett Base scenario ser ut som följer. Resultatmåttan i samtliga prognoser är beräknade exklusive aktiverat arbete för egen räkning.

Base scenario	Q1-19E	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
Nettoomsättning	16,2	21,2	22,5	30,2	90,1	23,2	27,3	28,3	36,3	115,1
Aktiverat arbete för egen räkning	1,1	1,1	1,1	1,1	4,5	1,4	1,4	1,4	1,4	5,8
<b>Totala intäkter</b>	<b>16,2</b>	<b>21,2</b>	<b>22,5</b>	<b>30,2</b>	<b>90,1</b>	<b>23,2</b>	<b>27,3</b>	<b>28,3</b>	<b>36,3</b>	<b>115,1</b>
COGS	-8,0	-10,4	-11,0	-14,8	-44,2	-11,1	-13,1	-13,6	-17,4	-55,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>8,3</b>	<b>10,8</b>	<b>11,5</b>	<b>15,4</b>	<b>46,0</b>	<b>12,0</b>	<b>14,2</b>	<b>14,7</b>	<b>18,9</b>	<b>59,9</b>
Bruttomarginal (adj.)	51,0 %	51,0 %	51,0 %	51,0 %	51,0 %	52,0 %	52,0 %	52,0 %	52,0 %	52,0 %
Övriga externa kostnader	-2,7	-3,2	-2,8	-3,9	-12,7	-3,2	-3,8	-3,3	-4,6	-15,0
Personalkostnader	-6,2	-7,3	-5,5	-7,0	-26,0	-7,4	-8,7	-6,6	-8,4	-31,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>7,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>13,8</b>
EBITDA-marginal	-3,8 %	1,3 %	13,9 %	14,8 %	8,2 %	6,2 %	6,2 %	16,9 %	16,2 %	12,0 %
Av- och nedskrivningar	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-1,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>10,9</b>
EBIT-marginal	-6,2 %	-0,8 %	11,7 %	13,0 %	6,1 %	3,5 %	3,6 %	14,2 %	13,9 %	9,4 %
Resultat från andelar i koncernföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>EBT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>10,8</b>
Förändring uppskjuten skatt	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintresse	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>9,6</b>
Nettomarginal	-7,4 %	-1,7 %	10,8 %	12,3 %	5,2 %	2,2 %	2,5 %	13,1 %	13,0 %	8,4 %

Base scenario, nyckeltal <sup>1</sup>	2018	2019E	2020E
EV/S	1,42	0,84	0,66
P/S	1,55	0,92	0,72
EV/EBITDA	.neg	10,33	5,50
Bruttomarginal	41%	51%	52%
Personalkostnader	39%	29%	27%
Övriga externa kostnader	23%	14%	13%

Liksom tidigare är måtten beräknade exklusive aktiverade utvecklingskostnader.

# VÄRDERING

Tourn har enligt Analyst Group ingen konkurrent med samma erbjudande på samtliga områden. Däremot finns ett antal konkurrenter till de olika affärsområdena separat. För att ge prognos och värdering perspektiv jämförs med de nordiska konkurrenterna United Screens, S-play och United Influencers samt ScaleLab internationellt.



**United Screens** är ett renodlat videonätverk. Erbjudandet består i att hjälpa företag med video och influencer-marknadsföring på Youtube, produktion av videomaterial samt att hjälpa artister eller andra rättighetsinnehavare med allt från innehållsstrategi till spårning av användning. Liksom Tourn har United Screens även ett eget stall med Youtubers. 2017 Omsatte United Screens 104,06 MSEK med en förlust på 13,36 MSEK. Bolaget köptes upp av Tyska RTL Group för motsvarande 120 MSEK i januari 2018 (1,15 EV/S).



**S-play** var Sveriges första officiella MCN-nätverk och likt United Screens är bolaget ett renodlat videonätverk. 2018 hade S-play 80 anställda fördelat på kontor i fyra länder. Den svenska verksamheten omsatte 83,9 MSEK 2018 med 15,8 MSEK i förlust. Globalt omsatte bolaget enligt egen uppgift 150 MSEK. Värderingsmässigt har Kinnevikbolaget MTG i omgångar köpt in sig och äger sedan juni 2018 hela bolaget. De första 35 % av aktierna köptes för 5 MSEK 2013 och de sista 4 % för 8,8 MSEK exklusive tilläggsköpeskilling, motsvarande 220 MSEK och EV/S 1,47 på 2018 års omsättning.



**ScaleLab** är det bolag i jämförelsen som är mest likt affärsområdet Nagato. 2017 omsatte ScaleLab 27 MUSD med okänd lönsamhet (Siffrorna för 2018 är ännu ej släppta). Bolaget köptes i januari 2019 upp av det vietnamesiska MCN-nätverket Yeah1 för 20 MUSD. I samband med köpet uppgavs att ScaleLabs har 3 miljarder i månatliga visningar.

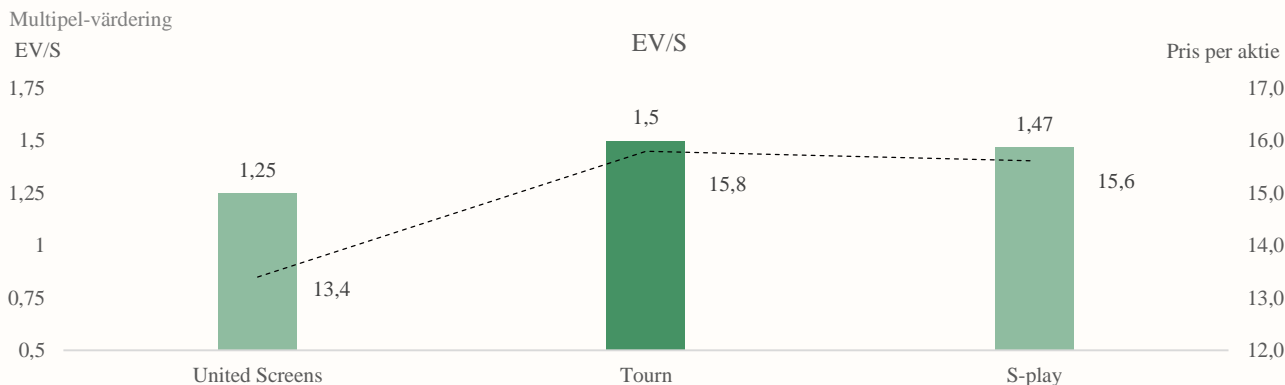


Det norsk-svenska influencer-nätverket **United Influencers** är primärt en konkurrent till Tourn Agency. Den svenska verksamheten gick från 11,9 MSEK i omsättning 2017 med 8,1 MSEK i förlust till 26 MSEK i omsättning och 2,6 MSEK i förlust 2018. (EBIT). Bolagets norska verksamhet omsatte enligt egen uppgift motsvarande 50 MSEK med ett positivt resultat 2018.

I Analyst Groups Base scenario estimeras Tourn nå lönsamhet 2019. Vidare bedöms Tourns erbjudande till influencers som mer komplett än konkurrenternas, vilket möjliggör synergieffekter som Bolagets konkurrenter saknar. Kombinerat med estimerad lönsamhet är Analyst Groups sammantagna bedömning att Tourn därför, i ett Base scenario, förtjänar en värderingspremie.

Baserat på ovanstående jämförelse bedöms att en motiverad EV/S-multipel i ett Base scenario är 1,5 vilket justerat för en antagen ägarandel om 40 % i HUBSO efter genomförd nyemission, motsvarar ett potentiellt värde om 15,8 kr per aktie baserat på 2019 års prognos.

## I ett Base scenario motiverar Tourns lönsamhet en premie.



Analyst Groups prognos.

ScaleLab inkluderas ej i multipel-jämförelsen eftersom att köpeskillingen och nyckeltalen ej är från samma år.  
United Influencers inkluderas ej i multipel-jämförelsen eftersom att ingen offentlig värdering har satts.

# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario visar sig Tourns renodling av verksamhet lyckad varför Tourn Agency tar marknadsandelar i Sverige vilket gör att affärsområdet åter växer snabbare än marknaden både 2019 och 2020, med 20 % respektive 15 %. Vidare lyckas Nagato expansion i England, Tyskland och Mellanöstern. I ett sådant scenario ökar antalet månatliga visningar till 600 miljoner i december 2019 och drygt 850 miljoner i december 2020. Samtidigt ökar intäkten per visning med 12,5 % respektive 6,5 % motsvarande period.

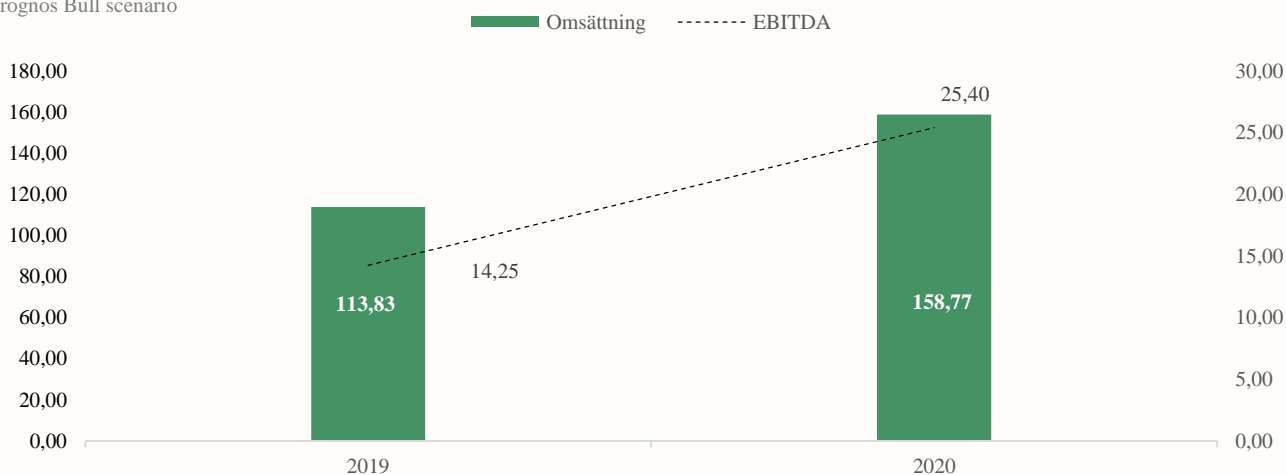
Utöver detta estimeras HUBSO i ett Bull scenario att befintliga influencers både 2019 och 2020 lanserar fler och större kollektioner samtidigt som fler influencers ansluter.

Sist men inte minst realiserar förväntad synergi mellan de olika affärsområden. I ett sådant scenario leder den ökade omsättning tillsammans med god kostnadskontroll sammantaget till att Tourn visar ett EBITDA-resultat om 14 MSEK 2019 och 25 MSEK 2020.

## 20,50 KR PER AKTIE I ETT BEAR SCENARIO

**I ett Bull scenario driver Nagato och HUBSO upp omsättningen till låg marginalkostnad varför även EBITDA lyfter.**

Prognos Bull scenario



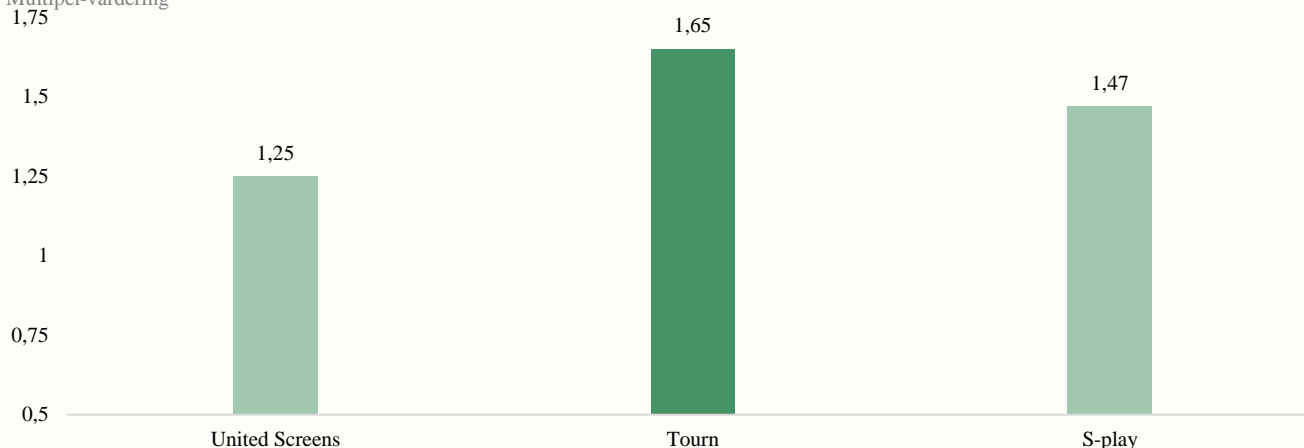
Analyst Groups prognos.

Notera att EBITDA är räknat exklusive aktiverade utvecklingskostnader.

Eftersom att värderingen är baserad på EV/S motiverar Tourns högre tillväxttakt samt lönsamhet, som följer med ett Bull scenario, en högre värderingsmultipl. Det följer naturligt av att ju mer lönsamt ett bolag är, desto mer är varje krona i försäljning värd. Givet en antagen multipl om 1,65 gånger EV/S erhålls ett potentiellt värde om 20,50kr per aktie på 2019 års prognos.

**I ett Bull scenario motiverar den högre lönsamheten ytterligare premie.**

Multipl-värdering



Analyst groups prognos

# BULL & BEAR

## Bear scenario

I ett Bear scenario tilltar konkurrensen vilket leder till att Tourn Agency tappas marknadsandelar. I ett sådant scenario står omsättningen och stampar, den underliggande marknadstillväxten till trots. Vidare antas för Nagato att tillväxten i antal visningar, efter en stark initial tillväxt, bromsar in. I ett sådant scenario antas en betydligt svagare tillväxt om 19 %, motsvarande 275 miljoner månatliga visningar i december 2019 jämfört med 230 miljoner i december 2018.

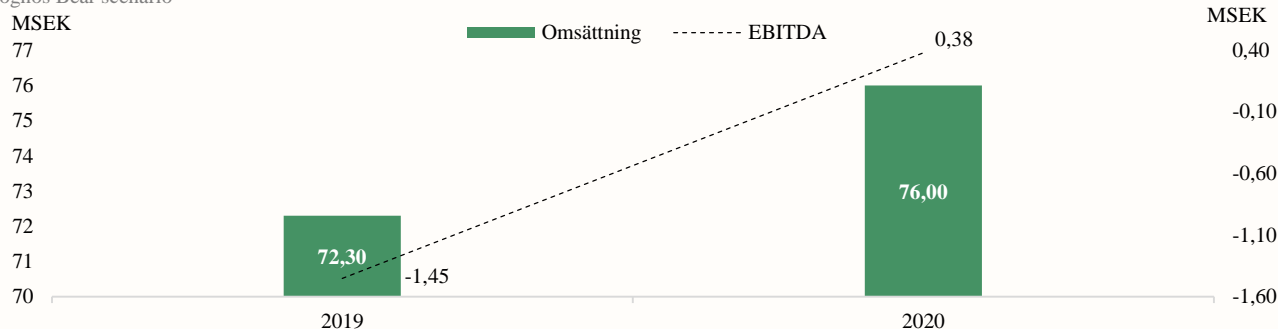
### 9 KR

#### PER AKTIE I ETT BEAR SCENARIO

För HUBSO innebär ett Bear scenario visserligen tillväxt både 2019 och 2020. Däremot antas att HUBSOs främsta influencers redan lanserat, varför intäkt per kollektion minskar. Även om HUBSO arbetar nära influencers och med dessa relationer bygger en viss inträdesbarriär, kan det inte uteslutas att andra aktörer kopierar konceptet, vilket skulle kunna leda till ökad konkurrens för HUBSO. I ett sådant scenario planar därför tillväxten ut betydligt från den signifikanta tillväxt som uppvisades H2 2018.

#### I ett Bear sänker stigande personal- och utvecklingskostnader lönsamheten.

Prognos Bear scenario



Analyst Groups prognos.

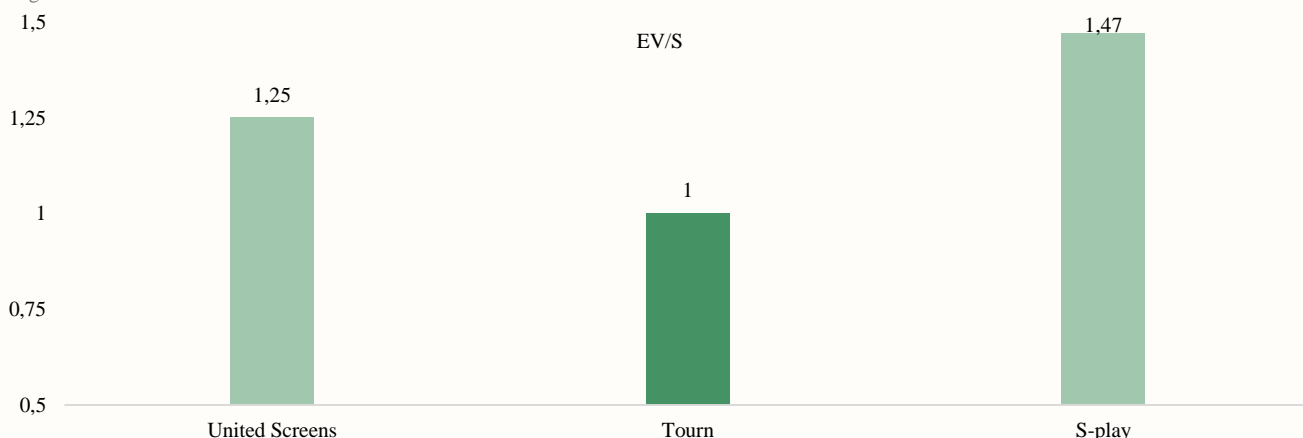
Notera att EBITDA är räknat exklusive aktiverade utvecklingskostnader.

#### STIGANDE PERSONAL- OCH UTVECKLINGS KOSTNADER

Märk väl att även i ett Bear scenario växer Tourns omsättning både 2019 (36 %) och 2020 (5 %). Det som primärt sänker lönsamheten i ett Bear scenario är att IT-utveckling av Bolagets plattformar fortsätter att driva kostnader såväl internt (Personalkostnader) som externt (Övriga externa kostnader). Vidare antas att den internationella expansionen kräver investeringar i Bolagets organisation vilken även det bidrar till fortsatt ökade personalkostnader. Utöver detta antas att den ökade konkurrensen mellan plattformsaktörerna, d.v.s. Tourn och dess konkurrenter, leder till högre provisionskostnader gentemot influencers. Detta sänker i sin tur bruttomarginalen. Sammantaget motiverar den lägre lönsamheten en lägre EV/S-multipel. I ett sådant scenario härleds ett potentiellt värde om 9 kr per aktie.

#### I ett Bear scenario motiverar Bolagets negativa lönsamhet en lägre multipel.

Prognos Bear scenario



Analyst Groups prognos.



# STYRELSE

---



## Olle Söderberg, styrelseordförande

Olle Söderberg, född 1949, är Bolagets styrelseordförande sedan 2015. Olle har tidigare varit marknadschef på Volvo Personbilar och SEB, VD på reklambyrån Hall & Cederquist och styrelsemedlem i Robert Friman International AB.

**Aktier i Tourn: 188 750**



## Robin Stenman, verkställande direktör och styrelseledamot

Robin Stenman, född 1986, är Bolagets grundare och verkställande direktör. Robin har en bakgrund som programmerare och spelutvecklare samt har studerat juridik vid Stockholms Universitet. Utöver Robins roll i Tourn är han styrelseordförande i Game Chest AB (publ.) samt har tidigare varit styrelsemedlem i VJ since 1890.

**Aktier i Tourn: 1 695 986**



## Björn Mannerqvist, styrelseledamot

Björn Mannerqvist, född 1979, är styrelseledamot sedan 2015. Björn har lång erfarenhet av sökmotoroptimering (SEO) från en rad olika verksamheter, bl.a. som medgrundare till Ayima Nordic och Digital Spine AB, Web Guide Partner, Pokerlistings.com och Blue Stripe Incubator (Highlight Media, en del av Net Gaming. Publ.) Utöver sina åtagande i Tourn är Björn även styrelseledamot i Ayima Group (publ.) Future Gaming Group (publ.), Orgo Tech (publ.) samt M.O.B.A. Network.

**Aktier i Tourn: 78 150**



## Michael Jacobson, styrelseledamot

Michael Jacobson, född 1974, är styrelseledamot sedan 2017. Michael har en MBA från University of Technology Sydney. Michael har liksom Björn en bakgrund inom sökmotoroptimering, bland annat en chefsroll på PartyGaming, numera en del av Bwin.Party Digital Entertainment. Michael liksom Björn styrelseledamot och dessutom VD i Ayima (publ.) och Game Chest (publ.)

**Aktier i Tourn: 0**



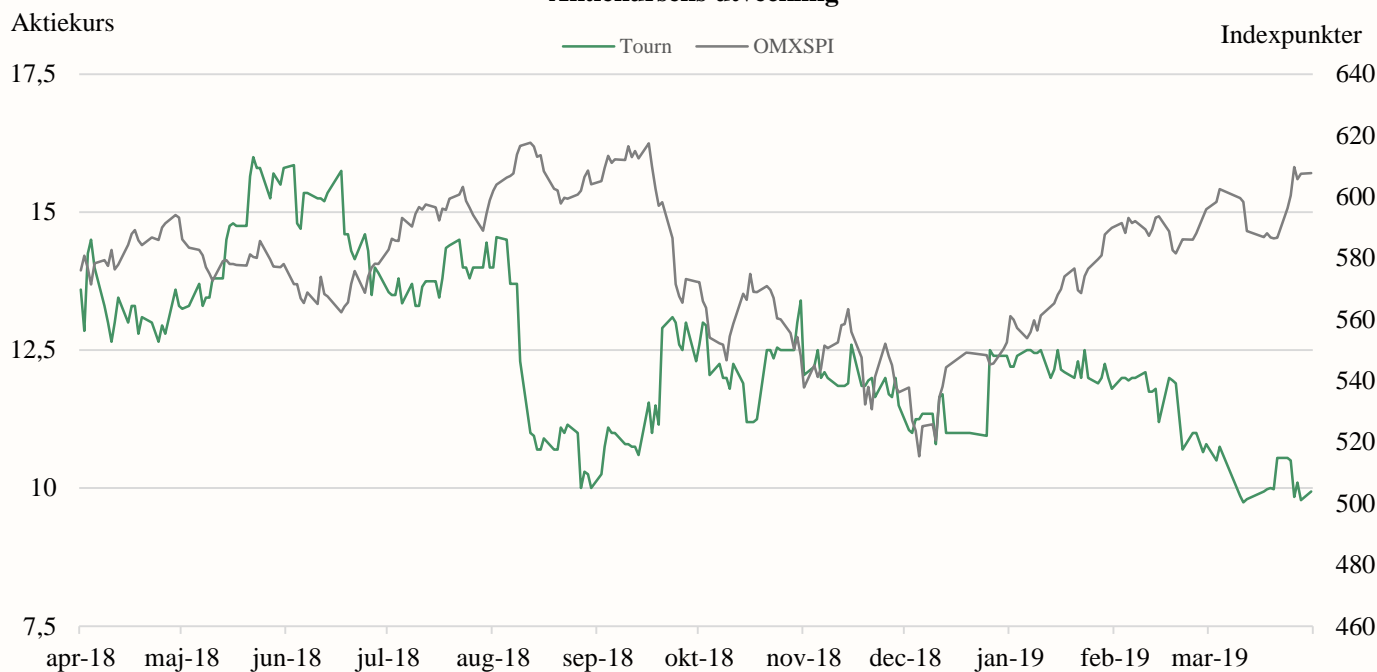
## Gustaf Kellner, styrelseledamot

Gustaf, född 1975, har en dubbelexamen som civilingenjör från KTH samt civilekonom från Uppsala Universitet. Gustaf Kellner har tidigare arbetat på Joltid, Skype, Nonoba och Bilddagboken innan han blev VD för Blogg.se. Därefter startade han Allihoopa, en mjukvara för musikskapande. Utöver sin roll i Tourn är Gustaf styrelseordförande i Guldbrev AB.

**Aktier i Tourn: 0**

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



MSEK	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	2017	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	2018
Nettoomsättning	9,2	11,6	12,0	15,5	48,0	11,4	11,4	12,8	17,7	53,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1	4,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,1	1,0	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>9,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>	<b>16,8</b>	<b>49,5</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>14,0</b>	<b>18,9</b>	<b>58,0</b>
COGS	-3,8	-5,7	-6,8	-9,0	-7,4	-5,7	-6,1	-9,5	-14,9	-36,8*
<b>Bruttoresultat</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,9</b>	<b>24,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>21,2*</b>
Bruttomarginal	59,1 %	50,6 %	42,9 %	42,2 %	47,4 %	50,4 %	46,3 %	25,5 %	15,8 %	32,0 %
Övriga externa kostnader	-1,5	-1,0	-1,4	-2,7	-6,3	-1,7	-2,0	-1,8	-6,8	-11,8*
Personalkostnader	-3,4	-5,2	-3,7	-5,7	-18,1	-4,9	-5,8	-4,4	-5,5	-20,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-11,1</b>
EBITDA-marginal	5,9 %	-2,7 %	0,7 %	-3,1 %	-0,3 %	2,4 %	-11,7 %	-13,5 %	-47,3 %	-20,9 %
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,7	-1,2
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,5</b>
EBIT-marginal	4,7 %	-3,6 %	-0,3 %	-3,8 %	-1,3 %	1,3 %	-12,9 %	-15,6 %	-51,5 %	-23,3 %
Resultat från andelar i koncernföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>EBT</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,6</b>
Förändring uppskjuten skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintresse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,3</b>

## APPENDIX

Bear scenario	Q1-19E	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
Nettoomsättning	14,4	17,3	17,6	23,1	72,3	15,4	18,1	18,4	24,1	76,0
Aktiverat arbete för egen räkning										
	1,2	1,2	1,2	1,2	4,7	1,2	1,2	1,2	1,2	4,9
<b>Totala intäkter</b>	<b>14,4</b>	<b>17,3</b>	<b>17,6</b>	<b>23,1</b>	<b>72,3</b>	<b>15,4</b>	<b>18,1</b>	<b>18,4</b>	<b>24,1</b>	<b>76,0</b>
Handelsvaror	-7,3	-8,8	-9,0	-11,8	-36,9	-8,1	-9,5	-9,7	-12,6	-39,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>11,3</b>	<b>35,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>	<b>11,4</b>	<b>36,1</b>
Bruttomarginal (adj.)	49,0 %	49,0 %	49,0 %	49,0 %	49,0 %	47,5 %	47,5 %	47,5 %	47,5 %	47,5 %
Övriga externa kostnader	-2,6	-3,1	-2,7	-3,8	-12,3	-2,6	-3,1	-2,7	-3,8	-12,2
Personalkostnader	-5,8	-6,9	-5,2	-6,6	-24,6	-5,6	-6,6	-5,0	-6,3	-23,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>
EBITDA-marginal	-9,9 %	-9,0 %	3,7 %	3,8 %	-2,0 %	-5,9 %	-5,9 %	5,7 %	5,5 %	0,5 %
Av- och nedskrivningar	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-1,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-2,9
<b>EBIT</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,5</b>
EBIT-marginal	-12,6 %	-11,6 %	0,8 %	1,4 %	-4,6 %	-10,0 %	-9,7 %	1,6 %	2,1 %	-3,3 %

Bear scenario, nyckeltal <sup>1</sup>	2018	2019E	2020E
EV/S	1,42	1,05	1,00
P/S	1,62	1,14	1,09
EV/EBITDA	.neg	-52,52	200,01
Bruttomarginal	41%	49%	48%
Personalkostnader	39%	34%	31%
Övriga externa kostnader	23%	17%	16%

Bull scenario	Q1-19E	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
Nettoomsättning	20,2	26,1	28,5	38,9	113,8	31,4	37,4	39,3	50,7	158,8
Aktiverat arbete för egen räkning										
	1,4	1,4	1,4	1,4	5,7	2,0	2,0	2,0	2,0	7,9
<b>Totala intäkter</b>	<b>20,2</b>	<b>26,1</b>	<b>28,5</b>	<b>38,9</b>	<b>113,8</b>	<b>31,4</b>	<b>37,4</b>	<b>39,3</b>	<b>50,7</b>	<b>158,8</b>
COGS	-9,7	-12,5	-13,7	-18,7	-54,6	-14,7	-17,6	-18,5	-23,8	-74,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,5</b>	<b>13,6</b>	<b>14,8</b>	<b>20,3</b>	<b>59,2</b>	<b>16,6</b>	<b>19,8</b>	<b>20,8</b>	<b>26,9</b>	<b>84,1</b>
Bruttomarginal (adj.)	52,0 %	52,0 %	52,0 %	52,0 %	52,0 %	53,0 %	53,0 %	53,0 %	53,0 %	53,0 %
Övriga externa kostnader	-3,4	-4,1	-3,5	-4,9	-15,9	-4,4	-5,3	-4,5	-6,4	-20,6
Personalkostnader	-6,9	-8,1	-6,2	-7,8	-29,0	-9,0	-10,7	-8,1	-10,3	-38,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>5,1</b>	<b>7,5</b>	<b>14,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>8,2</b>	<b>10,2</b>	<b>25,4</b>
EBITDA-marginal	1,0 %	5,4 %	18,0 %	19,3 %	12,5 %	10,0 %	10,4 %	20,7 %	20,2 %	16,0 %
Av- och nedskrivningar	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-3,5
<b>EBIT</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,9</b>	<b>12,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>7,2</b>	<b>9,2</b>	<b>21,9</b>
EBIT-marginal	-1,0 %	3,6 %	16,1 %	17,7 %	10,7 %	7,7 %	8,2 %	18,4 %	18,2 %	13,8 %

Bull scenario, nyckeltal	2018	2019E	2020E
EV/S	1,42	0,67	0,48
P/S	1,62	0,73	0,52
EV/EBITDA	.neg	5,33	2,99
Bruttomarginal	41%	52%	53%
Personalkostnader	39%	25%	24%
Övriga externa kostnader	23%	14%	13%

Liksom tidigare är mätten beräknade exklusive aktiverade utvecklingskostnader.

# DISCLAIMER

---

## **Ansvarsbegränsning**

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## **Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## **Bull and Bear- Rekommendationer**

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

## **Övrigt**

AG har ej erhållit ersättning för att utföra analysen.

## **Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)