

Qbrick AB (publ)

Accelererande kundtillväxt med eftersläpning i avtryck på rapporterade siffror

Analys: Johan Widmark | Datum: 2021-11-04 08:00 | Detta är en uppdragsanalys framtagen enbart i informationssyfte. Analysen är inte en investeringsrekommendation eller investeringsrådgivning. För mer information, se [emergers.se](https://www.emergers.se).

En accelerering i kundtillväxt till 49% första 9 mån från 26% i H1'21 bekräftar att Qbricks erbjudande svarar mot kundernas efterfrågan, samtidigt som SaaS-modellen innebär en eftersläpning i avtrycket på rapporterade siffror. Med fortsatta satsningar på utveckling och försäljning inom "engaging video" räknar vi med positivt kassaflöde först 2024, dit kassan borde räckta väl. Med stöd av M&A-aktivitet i sektorn, regulatoriska drivkrafter och hög andel SaaS-intäkter, fortsätter vi se stöd för ett motiverat värde på 7,50-9,20 SEK på 12-24 mån sikt.

Kundtillväxt på 49% hittills i år

Rapporten för Q3 fortsatte i samma anda som den för Q2, där vi ser blandade framsteg på Qbrick strategiska förflyttning, med en organisk tillväxt på 10% i lokal valuta och en rekordtillväxt i antal kunder på 49% första nio månaderna, vilket är en ökning av takten jämfört med 26% kundtillväxt i H1'21. Samtidigt belastar tidigare kommunicerade utfasade kontrakt jämförbarheten med 2020 och tillsammans med en ogynnsam valutaeffekt för intäkter i Finland och Danmark var omsättningen på 5,3 MSEK i Q3 lägre än de 7 MSEK vi räknat med. Det är dock värt att komma ihåg att Q3 också är ett säsongsmässigt svagt kvartal med lägre aktivitet bland bolagets kunder. Kombinationen med något högre rörelsekostnader än väntat i kvartalet och en starkare bruttomarginal på 79,5% pressade därför EBIT till -2,7 MSEK.

Starkt stöd för förväntad tillväxt

Trots att samhället nu börjar öppna upp efter pandemin ser allt fler företag och organisationer ut att permanenta stora delar av sitt digitala arbetssätt, med inte bara Zoom- och Teams-möten utan även virtuella seminarier och livestreamade event. Tillsammans med starka strukturella drivkrafter och trender för interaktiv video och videoshopping ser vi stöd för en förväntad snitttillväxt för Qbrick på 30% per år de kommande åren, där den starka kundtillväxten hittills i år bekräftar att bolaget har ett erbjudande som svarar mot kundernas efterfrågan, inte minst när det kommer till den heta regulatoriska frågan om inhemsk lagring av kunders data.

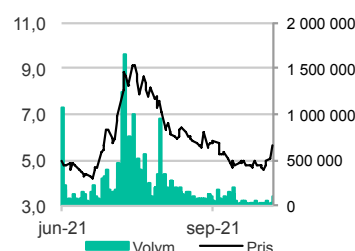
Strukturell tillväxt och återkommande intäkter

Med en något justerad prognos fortsätter vi se en hög skalbarhet och en stabil bruttomarginal som nu ser ut att kunna hålla sig närmare 80%. Samtidigt gör satsningar på utveckling och försäljning att vi räknar med positivt kassaflöde först 2024, dit kassan på 37,7 MSEK borde räckta. Med fortsatta utvecklings- och försäljningsatsningar (där de sistnämnda leds av nye nordiske försäljningschefen Henrik Landin), hög andel SaaS-intäkter och strukturellt driven efterfrågan ser vi stöd för höga värderingsmultiplar. I väntan på att bolagets omfokusering mot dubbelriktad kommunikation ska ge ett tydligare avtryck på rapporterade siffror fortsätter vi se stöd i vår multipel- och DCF-värdering för ett motiverat värde på 7,50-9,20 SEK på 12-24 mån sikt, där en aktiv roll för Qbrick i konsolideringen av marknaden kan erbjuda en ytterligare trigger. Men det saknas inte risker, relaterade inte minst till utveckling, produkt erbjudande och möjligheterna att kapitalisera på underliggande trender.

Läs vår initieringsanalys på Qbrick
Qbrick siktar på ledartröjan inom interaktiv B2B-video
https://www.emergers.se/qbrick_a/

Qbrick

Fair Value, SEK (12-24 m)	7,5 - 9,2
Current Price, SEK	4,70
Shares (M)	42,2
Mkt Cap (MSEK)	198
Net Debt (MSEK)	-38
EV (MSEK)	160
Market	NGM Nordic SME



MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	34	29	27	35	45
EBITDA	6	5	-3	1	5
EBIT	3	1	-11	-5	-1
EPS Adjusted	-0,36	-0,02	-0,26	-0,12	-0,03
Sales Growth, %	-36%	-15%	-7%	30%	30%
EBITDA Margin, %	16%	19%	-13%	4%	11%
EBIT Margin, %	8%	4%	-41%	-15%	-2%
EV/Sales	-	-	6,4	5,3	4,2
EV/EBITDA	-	-	-51,0	142,0	40,2
EV/EBIT	-	-	-15,6	-35,8	-173,2
P/E	-	-	-17,8	-38,0	-170,1

Källa: Emergers

Kort om bolaget

Qbrick levererar en molnbaserad teknisk plattform där företag och organisationer kan filma, redigera, bearbeta, lagra och distribuera live-video och förinspelade klipp. Bolaget grundades 1999 och har ägts av franska TDF och EQT-ägda internetleverantören IP-Only. 2018 förvärvades bolaget av de nuvarande ägarna.

2019 förvärvades Campoli Sweden AB som innefattade Ucast Sweden AB och dess onlineverktyg för videoredigering. Syftet med Campoliförvärvet var att förflytta Qbrick i värdekedjan från volymprodukter och tjänster med låg marginal och krav på stora kapitalinvesteringar, som utgjorde kärnan i bolaget efter tiden med IP-Only, till mer högförädlade tjänster med högre marginal. Med nuvarande fokus och inriktning har Qbrick till stora delar framgångsrikt lämnat den konkurrensutsatta marknaden för kapitalkrävande infrastruktur och lågmarginaltjänster (vilket förklarar den minskade omsättningen senaste två åren). Istället köper Qbrick nu in stora volymer datakapacitet av etablerade aktörer och tillhandahåller en end-to-end SaaS videoplattform.

Qbrick har idag omkring 100 kunder och hade i Q2'21 en årligen återkommande intäkt (ARR) på 27,6 MSEK, som utgör drygt 90% av bolagets intäkter. Bland kunderna återfinns Handelsbanken och deras finans-TV-kanal EFN, Regeringskansliet och deras uppmärksammade Covid-uppdateringar samt en mängd namnkunniga storbolag, offentliga institutioner, detaljhandlare och mindre företag.

Exempel på kunder



Källa: Qbrick

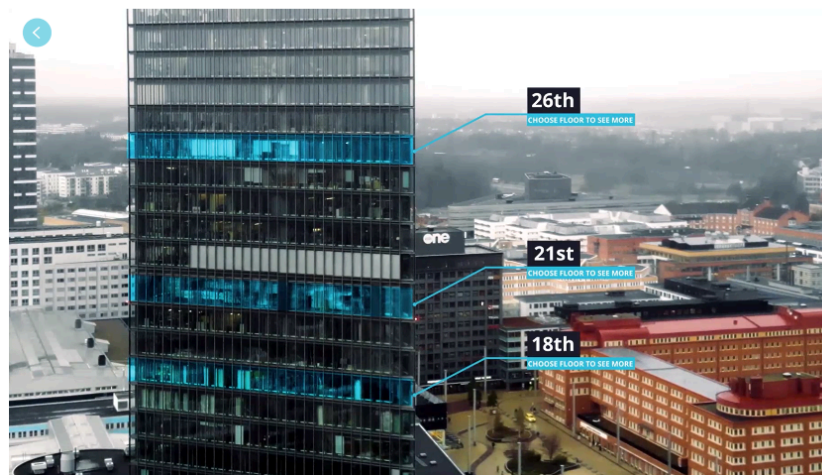
Flertal drivkrafter för videoplattformsmarknaden

De senaste åren har ett dramatiskt skifte skett bort från att konsumera rörlig bild via kabel- och satellit-TV för att istället konsumera video online. Ovanpå denna migration har covid-19 inte bara påskyndat förändringen, utan även

tvingat fram helt nya beteenden och tekniska lösningar, där videokonferenssamtal varit det mest påtagliga för många, men även större digitala evenemang och seminarier. Något steg längre bak i utvecklingen finns även videoshopping och live videoshopping, som får anses ännu vara i sin linda, men visar stor potential.

Nya möjligheter driver mer strategisk syn på interaktiv video som en del av kommunikation och försäljning

Exempel interaktiv visning av kontor eller fastigheter



Källa: Qbrick

Produkter/Affärsmodell

Qbricks videoplattform bygger på tre pelare

- **Create** vilket omfattar onlineverktyg för videoskapande och streaming.
- **Manage** vilket omfattar tjänster inom lagring, textning etc.
- **Engage** vilket omfattar tjänster för dubbelriktad kommunikation som exempelvis videoshopping, live shopping och virtuella möten.

Av bolagets intäkter utgörs merparten, 92% förra året, av återkommande SaaS-intäkter. Övriga intäkter består framförallt i projektspecifika produktioner för att hjälpa kunden komma igång. Att ha ett litet produktionsbolag inhouse hör inte till kärnverksamheten men har visat sig värdefullt för att hjälpa kunder att komma igång med Qbricks övriga tjänsteerbjudande.

Qbrick säljer sina tjänster i olika paket, med olika mycket kapacitet inkluderat och med olika tilläggstjänster. Således saknas enhetligt pris på tjänsten. Med omkring 100 kunder och återkommande intäkter på 27,6 MSEK så uppgår snittintäkten per kund till omkring 23 000 SEK per månad och kund. Större kunder som Handelsbanken och Regeringskansliet drar naturligtvis upp snittet, medan en ny kund inom videoshopping kan förväntas motsvara en intäkt på 10 000 SEK per månad eller 120 000 SEK i ARR.

Vertikaler för tillväxt inom Engage

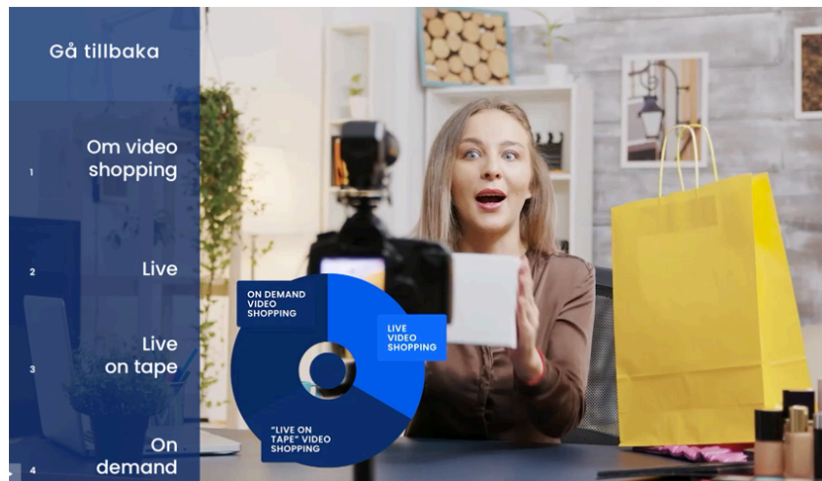
Videoshopping

Qbricks erbjudande riktar in sig på tre användningsområden

- 1) Live Videoshopping (likt det som Bambuser erbjuder)
- 2) "Live on Tape" videoshopping vilket innebär att man som varumärke kan förinspela sin "shoppingupplevelse/show" för att sedan livesända den vid givet tillfälle(n)

3) On-Demand Videoshopping vilket handlar om att producera och publicera video som alltid ligger på din webb/e-handel.

Dessa tre olika användningsområden möjliggör för Qbricks kunder att nå ut med videoshopping dygnet runt, året runt, dvs inte enbart vid vissa livestreamade shoppingevents. Live Shopping är ett starkt fenomen som kommer fortsätta att växa men hittills har det primärt drivits genom influencer marketing vilket passar vissa varumärken medan andra inte vill eller kan använda det alls.



Källa: Qbrick

Virtual meetings

Inom området Virtual meetings är Qbrick etablerad med befintliga kunder redan idag. Tjänsten bygger på traditionell livestreaming med ett adderat lager av interaktivitet mellan tittare och sändare. I dagsläget finns funktionalitet för tvåvägs-Q&A och "polls" där tittarna kan svara flervalsfrågor i videospelaren med visualisering av utfallet. Tjänsten vänder sig till eventbolag, större företag, myndigheter och kommuner.

Virtual meetings är ett exempel på hur den co-laborativa världen med verktyg så som Teams/Zoom samt broadcastingvärlden med streaming, väntas smälta ihop. Qbrick har inte som ambition att försöka konkurrera ut de co-laborativa aktörerna (typiskt sett jättar som Google, Microsoft, Zoom etc) utan istället utveckla nischer som teknikjättarna inte adresserar.

Prognos

Vi räknar med att Qbrick ska prestera en tillväxt på 30% per år de kommande åren, och vid en första anblick innebär ovanstående uträkning att det skulle krävas ca 30 nya snittkunder eller 70 nya videoshopping-kunder 2021 för att nå den tillväxten. Qbrick självt räknar med att öka intäkterna både genom ökade intäkter från befintlig verksamhet, som ett resultat av ökade marknadsinsatser, dels genom att marknaden totalt sett växer, samt även genom strategiska förvärv. Medan vi inte inkluderar förvärv i vår prognos så ser vi potential för tillväxt både genom kundtillströmning och ökat utnyttjande av plattformen bland befintliga kunder. Med fokus på key account managers och customer success ser vi potential för öka snittintäkten per kund i den befintliga kundbasen (exempelvis genom ökat utnyttjande av tilläggstjänster som Speech to Text dvs automatisk transkribering/undertextning med hjälp av AI, vilket sedan förra året bl.a. är ett lagkrav på statliga verksamheter som publicerar video, och användning av Qbricks Online Editor).

Qbricks modell med låga marginalkostnader för nya kunder och en hög bruttomarginal på närmare 80% erbjuder en hög skalbarhet och utväxling på ökad försäljning.

Bolaget aktiverar utvecklingskostnader, med 9 MSEK 2020 och ca 8 MSEK 2019. Med en accelererad teknikutveckling räknar vi med att den siffran kommer öka de närmaste åren. Då bolaget har för avsikt att växa både teknik och försäljningsorganisation räknar vi med att man ökar OPEX de kommande åren. Samtidigt ser vi låga investeringsbehov och en begränsad kapitalbindning förknippad med att växa. Sammantaget räknar vi med negativt kassaflöde 2021E-2023E och att pengarna från noteringsemissionen ska räcka för att finansiera utvecklingskostnader och verksamhet fram till positivt kassaflöde 2024E.

Jämförelsemultiplar ett ostadigt verktyg

Qbrick har två närliggande jämförelsebolag noterade i Sverige som har snarlika erbjudanden inom video, Bambuser (BV 4 Mdr SEK, First North) och Streamify (BV 35 MSEK, Spotlight). Medan Bambuser har tonvikt på videoshopping och influencer marketing så är vår bedömning att Qbricks erbjudande är bredare, även inom vertikalen videoshopping. Streamify erbjuder en digital plattform som kombinerar livestreaming och e-handel i ett. Även om den har viss funktionalitet inom e-handel som Qbrick ännu saknar så bedömer vi det som en mer lågförädlad plattform, som dessutom nått relativt blygsam kommersiell framgång. Bägge jämförelsebolag inom streaming gör förlust och handlas till anmärkningsvärt höga multiplar på försäljningen, vilket speglar en förväntan om en mycket hög tillväxttakt framöver.

Utöver dessa två finns flera noterade bolag med liknande karakteristika, alltså hög andel återkommande SaaS-intäkter, hög skalbarhet och hög tillväxt. Med vår prognos och stöd av jämförelsemultiplar hos framförallt andra noterade SaaS-bolag och en DCF ser vi ett motiverat värde för Qbrick-aktien på 7,50-9,20 SEK på 12-24 månaders sikt. Skulle Qbrick dessutom ta en aktiv roll i konsolideringen av marknaden och lyckas göra attraktiva förvärv av mindre spelare som söker en större hamn eller hjälp att ta nästa steg i utvecklingen, ser vi goda chanser för både en tillväxt över vår prognos, multipelarbiterage och en värderingspotential över vad vårt motiverade värde visar.

Qbrick

Income Statement

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	34,2	29,0	26,9	34,9	45,4	59,0
Operating Costs	-28,7	-23,6	-30,2	-33,6	-40,6	-47,8
EBITDA	5,5	5,4	-3,4	1,3	4,8	11,2
Depreciation	-2,8	-4,2	-7,7	-6,5	-5,9	-6,1
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,7	1,1	-11,1	-5,2	-1,1	5,1
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-9,4	-1,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Pre-tax Result	-6,8	-0,6	-11,1	-5,2	-1,2	5,0
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-6,8	-0,6	-11,2	-5,2	-1,2	4,0

Capital Expenditure

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	-	-	0,9	1,2	1,6	1,8
As a Pct of Sales	-	-	3,5	3,5	3,5	3,0
Depreciation Multiple	-	-	0,1	0,2	0,3	0,3

Key Ratios

Share Price: SEK 4,70

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	-	4,70	4,70	4,70	4,70
Number of Shares (Millions)	18,64	32,36	42,15	42,15	42,15	42,15
Market Cap	-	-	198,1	198,1	198,1	198,1
Enterprise Value	-	-	172,7	184,7	191,6	192,3
EPS (Reported)	-0,36	-0,02	-0,26	-0,12	-0,03	0,09
EPS (Adjusted)	-0,36	-0,02	-0,26	-0,12	-0,03	0,09
CEPS	-0,36	-0,02	-0,26	-0,12	-0,03	0,09
P/CEPS	-	-	n.a.	n.a.	n.a.	50,0
Book Value/Share	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7
P/BV	-	-	5,9	7,0	7,3	6,4
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	-	-	6,4	5,3	4,2	3,3
EV/EBITDA	-	-	-51,0	142,0	40,2	17,2
EV/EBIT	-	-	-15,6	-35,8	-173,2	37,9
P/E (Adjusted)	-	-	-17,8	-38,0	-170,1	50,0
Sales Growth, Y/Y (%)	-35,7	-15,4	-7,3	30,0	30,0	30,0
EBIT Growth, Y/Y (%)	-240,8	-57,7	-1076,2	-53,5	-78,6	-558,2
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	251,6	-94,6	1233,8	-53,3	-77,7	-440,3
EBITDA Margin (%)	16,1	18,5	-12,6	3,7	10,5	18,9
EBIT Margin (%)	7,8	3,9	-41,3	-14,8	-2,4	8,6
Return on Equity (%)	-70,0	-3,0	-39,7	-16,9	-4,2	13,6
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2

Financial Position

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	1	-2	-25	-13	-7	-6
Net Debt/Equity	0,1	-0,1	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2
Equity Ratio	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Net Debt/EBITDA	0,3	-0,4	7,5	-10,3	-1,4	-0,5

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.