

ANÁLISIS VIQ SOLUTIONS

Analista: Adrià Rivero



<https://www.youtube.com/c/adriariveroinversionenbolsa>

1. Descripción de la empresa

1.1. Definición y servicios

VIQ Solutions (TSX: VQS y OTC Markets: VQSLF) es un **proveedor global de tecnologías y servicios de captura de video y voz digital de una manera segura e impulsada por inteligencia artificial**. El innovador conjunto de soluciones integrales gestiona de forma segura el contenido digital, guiado por conocimientos de inteligencia artificial que lo realizan de manera automática. También, existe un trabajo humano de revisión, para automatizar procesos anticuados y resolver desafíos comerciales muy específicos para los clientes. La empresa trata de definir el futuro de la transcripción para sus clientes policiales, legales, de seguros, de medios, corporativos y gubernamentales al ofrecer valor a través de transcripciones de alta calidad, conocimientos basados en datos y soluciones inteligentes.



VIQ Solutions en sus inicios era solo una compañía de transcripción tradicional con el 100% de su plantilla orientada a este servicio presencial. Después de años de planificación e inversión, la gerencia ha comenzado a salir al mercado con la última innovación tecnológica de VIQ: "First Draft". **First Draft es una solución de software patentada que puede automatizar la transcripción de entornos complejos de varios oradores con una precisión de ~ 80%, eliminando la necesidad de un transcriptor y abriendo la puerta a un nuevo tipo de empleado: el "editor" (más joven y barato que un transcriptor)**. La compensación típica de la industria por servicios de transcripción que requieren mucha mano de obra es aproximadamente el doble de la compensación típica de la industria por servicios de edición debido a la mayor velocidad a la que un editor puede corregir un documento transcrito con IA en comparación con la transcripción manual. Actualmente, **VIQ Solutions está iniciando el proceso de trasladar la mayor parte de su fuerza laboral de transcriptores a editores, lo que automatizará de manera efectiva más 50% de sus costos de transcripción manual (la mayoría de COGS)**.

1.2. ¿Cómo gana dinero la compañía?

Esta compañía crea **contratos de larga duración con sus clientes** para poder ofrecer sus servicios a lo largo del tiempo.



Ilustración 1: Investor Relations

Como se puede ver en la imagen, **ofrece diferentes servicios que abarcan un solo sector, el de la transcripción**. La compañía ofrece a sectores como el legal, transcribir todos sus juicios, deposiciones, declaraciones, etc.... De manera que, la empresa tiene una tecnología patentada que es capaz de transcribirlo todo, incluso a través de múltiples voces o audios.

Una vez que una transcripción se ha realizado, la empresa la envía a su equipo humano para que haga una revisión y aplique algunos cambios de manera muy eficiente y rápida a través de esta tecnología patentada.

La especialidad de VIQ es la transcripción crítica de varios oradores, como audiencias judiciales, declaraciones, conferencias, eventos, llamadas de alto perfil, litigios y testimonios de seguros donde el 100% de precisión es primordial. Debido a la complejidad de estos entornos de varios hablantes, la transcripción automatizada con una precisión del 100% requiere un componente de mano de obra humana especializada.

VIQ lidera el mercado con su tecnología patentada que les permite crear una transcripción precisa de ~ 80% de una grabación compleja de varios altavoces y luego optimizar y acelerar el proceso de edición manual de manera interna.

AI powered workflow driving efficiencies

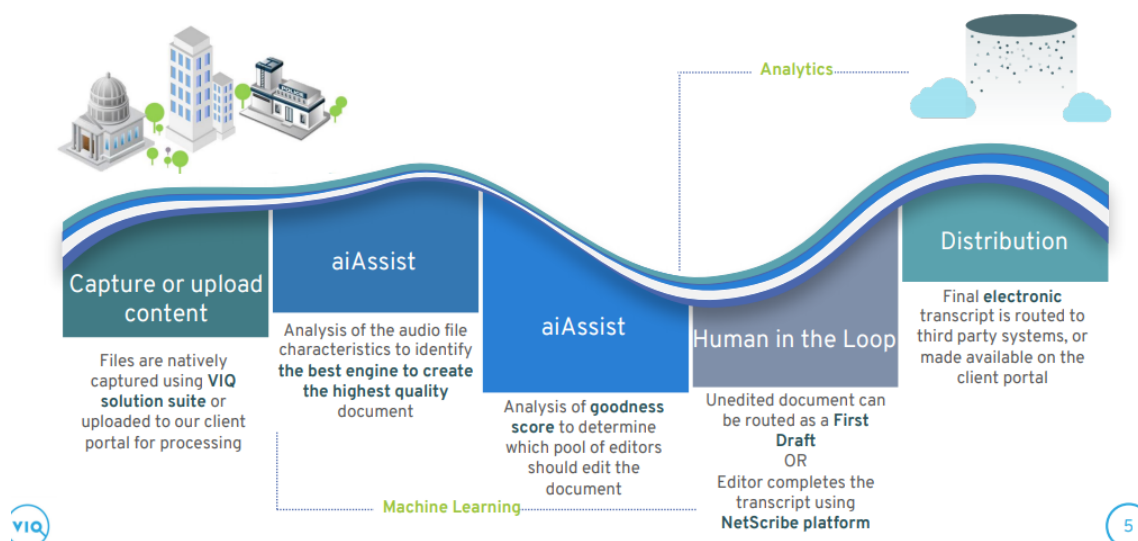


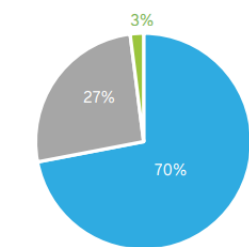
Ilustración 2: Investor Relations

La compañía obtiene el 70% de sus ingresos por parte de los Estados Unidos, posteriormente le sigue Australia con un 27% y EMEA y Canadá tan solo representan un 3% del total de ingresos.

Por otro lado, la **diversificación por segmentos de transcripción** está altamente fragmentada, sus cuatro tipos de segmentos (**criminal justice, legal, insurance, media corporate finance and government**) obtienen cada uno casi un 25% del peso sobre el total de las ventas.

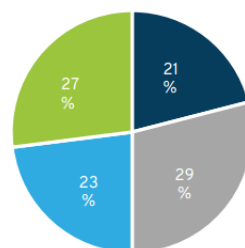
Increasing diverse global client base

REVENUE BY GEOGRAPHY



United States
Australia
EMEA & Canada

REVENUE BY VERTICAL



Criminal justice
Legal
Insurance
Media, corporate finance & government

Ilustración 3: Investor Relations

Competencia

Como ya se ha comentado, este es un **sector muy fragmentado y no existe una consolidación**. Así, hay mucho terreno potencial para crecer sin necesidad de amenazas competidoras. Las **ventajas competitivas del negocio** según la propia compañía son las siguientes:

1. Tiene **patentada su tecnología** de captación de audio y su workflow con el que consigue un 80% de efectividad.
2. Tiene un **gran nivel de seguridad** que permite la protección de todo el contenido que pasa por el workflow.
3. Está pasando a un **modelo de negocio automatizado**, basado en la nube y con menores costes.
4. El workflow incorpora a **terceros de calidad** como Google, Amazon o Microsoft.

Competitive advantage

First and only service provider offering secure end-to-end workflow solution



Ilustración 4: Investor Relations

Aquí se pueden observar algunos de sus **competidores**, ninguno de ellos cotiza en bolsa, pero sus ingresos son, en cualquier caso, inferiores a los de VIQ.

1  Sound Communications 42 \$8 Million	2  RAVISENT Technologies 22 \$4 Million	3  Red Box Recorders 117 \$23 Million
4  STEALTH Software 28 \$5 Million	5  Panopto 150 \$17 Million	6  FTR Group 33 \$6 Million

Se ha podido encontrar un **peer o comparable en Japón, Fronteo**, el cual si cotiza en bolsa.

Fronteo es líder mundial en eDiscovery y pionero en eDiscovery asistido por IA (AI Review). El eDiscovery se refiere a El descubrimiento electrónico se refiere al descubrimiento en procedimientos legales tales como litigios, investigaciones gubernamentales o solicitudes de la Ley de Libertad de Información, donde la información buscada está en formato electrónico. FRONTEO desarrolló KIBIT, un motor de IA, KIBIT es un procesador de lenguaje natural que requiere solo una pequeña cantidad de datos de entrenamiento para maximizar la eficiencia de la revisión. FRONTEO ha estado utilizando KIBIT durante varios años no solo dentro de los flujos de trabajo de revisión de e-Discovery en casos transfronterizos, sino también dentro de Japón en sectores industriales, desde finanzas hasta gobierno, para ayudar a cortar datos voluminosos para encontrar la información necesaria para administrar negocios de manera más eficiente.



La compañía genera entorno a 100M de dólares en ventas, lo que es más que VIQ, pero no parece estar demasiado bien gestionada por su irregularidad en ingresos y en beneficio positivo.

2. Modelo de negocio y Contexto

Se estima que el mercado de la transcripción en los EE. UU. crecerá un 6% por año durante la próxima década a medida que las organizaciones se esfuercen cada vez más por analizar la mayor cantidad de datos relevantes posible. El crecimiento de la industria se ve agravado por el impulso global para una mayor transparencia y responsabilidad, particularmente dentro de las áreas de aplicación de la ley y gobierno. La compañía está creciendo al 10-15% de manera orgánica, por lo que se puede observar el robo de cuota de mercado y el crecimiento por encima de su sector.

A pesar de tener un crecimiento secular atractivo con un modelo de negocio orientado a servicios con poco capital, **la industria permanece extremadamente fragmentada sin jugadores dominantes, ya que muchos contratos se ganan y se pierden a nivel local** (incluso VIQ tiene una participación de mercado de <0.3% según el TAM de la administración). **Mantener las relaciones es clave para los proveedores**, lo que ha impedido que los actores externos más importantes ingresen a la industria. Por tanto, la **consolidación tendrá que suceder desde dentro**.

\$10.6 billion U.S. Total Addressable Market in 2021

Explosion of highly regulated evidentiary content

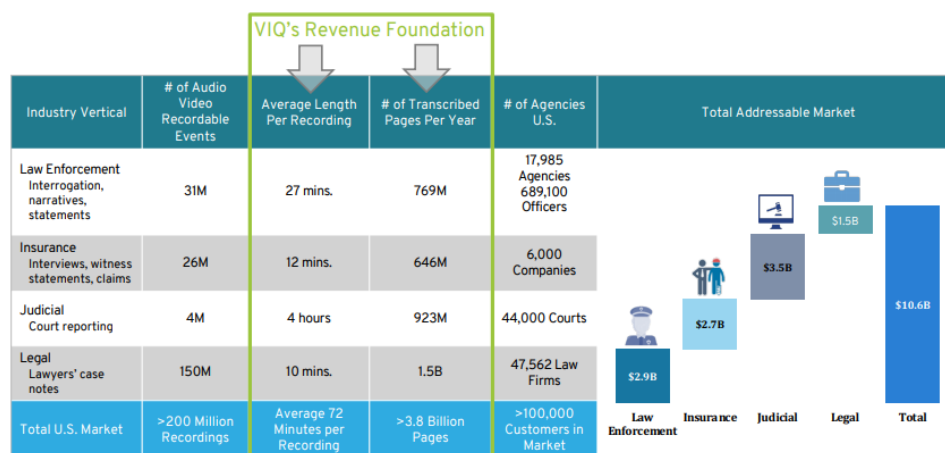


Ilustración 5: Investor Relations

2. Equipo Gestor

Cuando **Sebastien Pare** se incorporó a **VIQ Solutions** en **2014**, la empresa estaba en desorden y el mercado la vio en quiebra tras perder recientemente un contrato importante.

Después de tomar las riendas como CEO en **2015**, **Sebastien** cambió rápidamente lo que era una empresa de servicios de transcripción de informes judiciales de la vieja escuela al negocio diversificado, escalable e impulsado por la tecnología que es hoy VIQ a través de adquisiciones (\$25 millones de capital desplegado desde 2018) e inversiones en tecnología.



Investor Name	Value of Shares Held (MM)	% Of Shares Outstanding Held	# Shares Held	Change in # of Shares Held	% Change in # of Shares Held	This Holding as % of Firm's Portfolio	Holding Date	Investor Type
Wells (Bradley W)	\$26.9 32.23%	15.42%	3,838,458	(2,110,896)	(35.48%)	100.00%	3/22/21	Individual Investor
Taylor (Larry Douglas)	\$6.2 32.23%	3.55%	883,879	13,624	1.57%	94.61%	3/22/21	Individual Investor
Wasatch Global Investors Inc	\$4.8 32.23%	2.75%	684,000	(15,411)	(2.20%)	0.01%	3/30/21	Investment Advisor/Hedge Fund
Quarin (Joseph D)	\$3.6 32.23%	2.07%	516,479	5,372	1.05%	77.98%	3/22/21	Individual Investor
Pare (Sebastien)	\$3.4 32.23%	1.96%	486,837	213,776	78.29%	100.00%	3/22/21	Individual Investor

Ilustración 6: TIKR

La directiva está alineada con un total de entorno al 20% de las acciones.

3. Estrategia de crecimiento

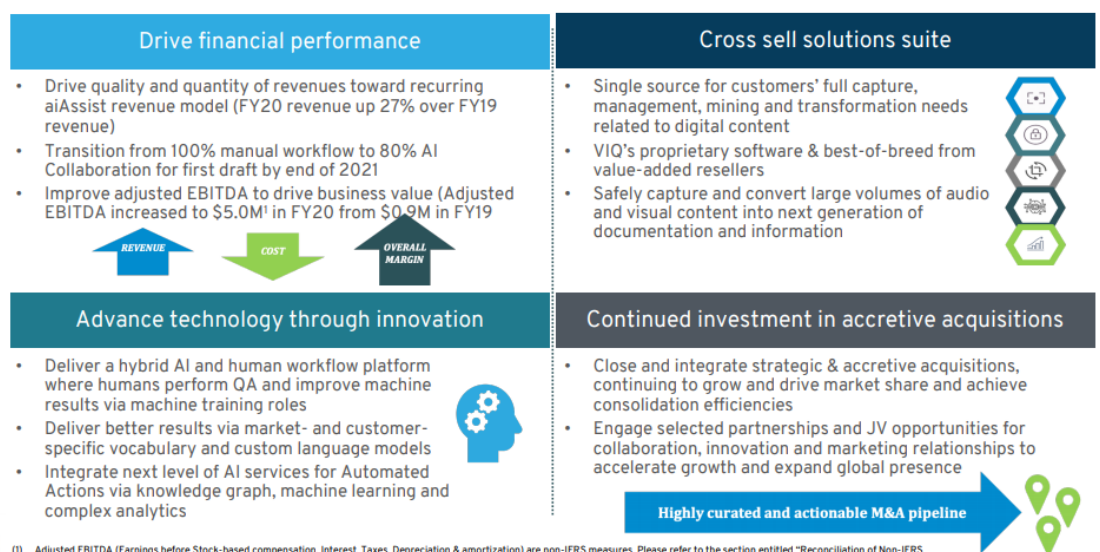
VIQ tiene una estrategia ganadora de fusiones y adquisiciones que conduce a la creación de valor inmediata y sostenida. Debido a la naturaleza rígida de los contratos de la industria, al comprar otras compañías de transcripción, VIQ esencialmente está comprando sus contratos mientras aprovecha su tecnología superior y su base de costos para optimizar la rentabilidad y agregar más valor al cliente final.

Los márgenes brutos de VIQ son significativamente más altos que los de sus peers, mientras que sus gastos generales son proporcionalmente más bajos debido a las importantes inversiones realizadas en tecnología a lo largo de los años. Esto conduce a oportunidades muy acumulativas para adquisiciones de vendedores relativamente poco sofisticados.

La gerencia ha declarado públicamente que esperan que las sinergias de adquisición aumenten los márgenes brutos objetivo en un 15-20% y simultáneamente reduzcan los costos de G&A objetivo hasta en un 20% en los primeros 18 meses. Básicamente, VIQ puede comprar negocios a ~ 6x EBITDA antes de las sinergias y lograr rápidamente múltiplos posteriores a la integración de ~ 3,5x.

VIQ Solutions representa hoy en día <0.3% de la industria de transcripción de US \$ 8.600 millones, sin embargo, a pesar de su pequeño tamaño, VIQ es uno de los actores más grandes y sofisticados de la industria. Existe una amplia oportunidad para que VIQ Solutions multiplique su base de ingresos actual muchas veces a través de adquisiciones, dada la competencia limitada en la industria actual. VIQ Solutions recaudó \$ 20M CAD de capital en noviembre de 2020 principalmente para financiar adquisiciones futuras y actualmente está intentando expandir su línea de crédito y refinanciar desde una tasa de interés del 10% actual a una tasa tan baja como del 6%. Se que la primera ronda de importantes despliegues de capital para VIQ tenga lugar para el verano de 2021 y esperamos que el mercado responda positivamente.

Core growth strategy



4. SWOT o DAFO o FODA Análisis



Debilidades:

- Empresa canadiense ilíquida
- Empresa demasiada información y aún joven.

Amenazas:

- Posible cambio de tenencia en el sector o aparición de un sistema mejorado.
- Posible aumento de la competencia.

Fortalezas:

- Gran estructura de costes que permite que sean muy reducidos respecto a la competencia y con intención de reducirlos un 20% más.
- Muy buen equipo gestor alineado con el accionista.
- Negocio asset-light con un capex ridículo de menos del 2% sobre ventas.

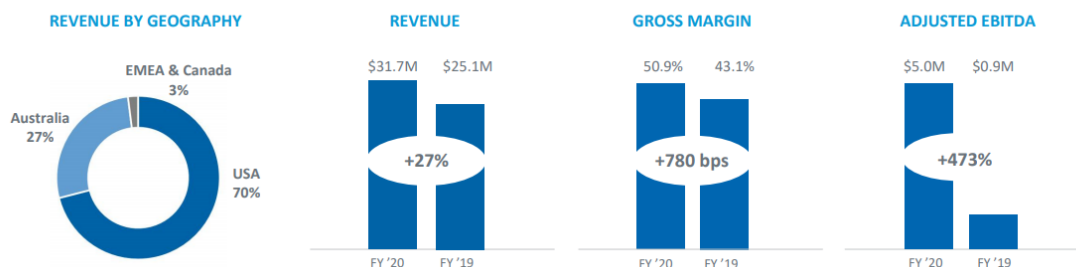
Oportunidades:

- Podría ser objetivo de OPA por parte de alguna empresa de comunicaciones más grande.
- Puede seguir adquiriendo otras compañías.
- Oportunidad de seguir robando cuota de mercado al crecer por encima del mercado
- Oportunidad de expandir márgenes y de reducir costes fijos con su sistema de SaaS y de M&A, además de aplicar un mayor múltiplo de valoración.
- Expansión USA.

5. Valoración

La compañía ha obtenido muy buenos resultados este último año aumentando el ingreso en ventas (27%), aumento de los márgenes brutos en un 8% y un aumento del EBITDA ajustado del 473%.

FULL YEAR 2020 FINANCIAL HIGHLIGHTS



Una parte significativa de los ingresos de VIQ está vinculada a procedimientos judiciales que desde 2020 han experimentado su mayor declive en su historia. Esta demanda no se ha perdido, simplemente se ha eliminado, creando una acumulación significativa que se reflejará en el poder de ganancias de VIQ en el segundo semestre de 2021 y en los próximos años.

En octubre de 2020, VIQ Solutions anunció que ganó un importante contrato de 6 años por \$30 millones con los tribunales australianos de Queensland, proporcionando una solución de servicios de grabación y transcripción todo en uno. **Se estima que aproximadamente \$ 5 millones en ingresos se reconocerán anualmente a partir de julio de 2021 (\$ 5 millones = 15% de la base de ingresos actual de VIQ).** Estos ingresos serán incrementales y sostenibles además del crecimiento orgánico que VIQ verá cuando los tribunales regresen a la sesión en el segundo semestre de 2021/2022.

Junto con un repunte en la demanda de los mercados finales de VIQ, VIQ Solutions planea hacer una doble cotización en el Nasdaq este otoño, y se sospecha que la administración trasladará la cotización por completo al Nasdaq para 2022-2023. Con más del 70% de los ingresos provenientes de los EE.UU. en la actualidad y una gran oportunidad de acumulación frente a la empresa, la administración es plenamente consciente del hecho de que no hay ninguna razón convincente para que VIQ Solutions continúe operando en Canadá a largo plazo. **La salida al Nasdaq puede ser un claro catalizador para aumentar el valor de su cotización con la entrada de más fondos.** El equipo de gestión de VIQ se centra en maximizar el valor de su cotización para mejorar la acumulación de la importante cartera de oportunidades de fusiones y adquisiciones que la empresa tiene a su alcance. Esto se evidencia por la asistencia de la gerencia a las conferencias de inversionistas, la reciente incorporación a la TSX y las recientes iniciaciones del lado de la venta. El siguiente paso en la mejora de la valoración probablemente vendrá de la intención de la administración de incluir el VIQ en la lista dual en el Nasdaq a finales de este año.

Hasta la fecha, VIQ Solutions ha tenido que renunciar a la demanda de la industria a menudo de sus clientes existentes de servicios de transcripción de mayor volumen y menor precio, ya que su solución siempre ha requerido interacción manual y se ha centrado únicamente en configuraciones complejas de varios altavoces donde la alta precisión es fundamental. **Tras el lanzamiento de First Draft, VIQ Solutions ahora podrá ofrecer un producto completamente automatizado a su base de clientes que podrá soportar una demanda de transcripción de bajo valor y alto volumen sin tener costos significativos. Estos ingresos deberían tener unos márgenes brutos transformadores del 85%.**

El escenario propuesto según la compañía es adquirir un crecimiento del 10-15% orgánico complementado con M&A, por lo que un 25% de crecimiento puede ser incluso conservador. Además de esto, se espera que con la reducción de costes del modelo SaaS la compañía, como muchas otras con este sistema pueda tener un margen bruto del 85% y un margen EBITDA de entorno al 30-35%. La compañía tiene y tendrá un gran gasto no monetario en amortizaciones y depreciaciones debido a su sistema de M&A.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Income Statement (millions ,excepto EPS)								
Sales	32	40	50	63	78	98		
Y/Y Growth %		25%	25%	25%	25%	25%	CRECIMIENTO	25%
EBITDA	3.2	12.3	15.8	19.8	26.2	33.3		
EBITDA margin %	10%	31%	32%	32%	34%	34%		
Depreciation & Amortization Expense	5	6	8	10	12	15		
EBIT	-1.8	6.00	8.00	10.00	14.00	18.00		
EBIT margin %	-5.6%	15.0%	16.0%	2.0%	17.9%	18.4%	MARGEN EBIT	10.0%
Interest expense/ Income (introducir en negativo si es un ingreso)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0		
Pretax Income	-7	1	3	5	9	13		
Income Taxes	-1.0	0	1	1	2	3		
tax rate	15%	20%	20%	20%	20%	20%	TAX RATE	20%
Consolidated Net Income	-6	1	2	4	7	10		
Minority Interest		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
Net Income	-6	1	2	4	7	10		
Margen beneficio neto %	-18%	2%	5%	6%	9%	11%		
Net income per share (EPS)	-0.32	0.04	0.13	0.22	0.40	0.58		
Fully diluted shares (millions)	18	18	18	18	18	18		

Ilustración 7: Elaboración propia

Este escenario provocaría unos retornos ROCE superiores al 30% teniendo en cuenta las adquisiciones y superiores al 40% teniendo en cuenta el core business. **Ratios extraordinarios.**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ROE (net income / equity)	-31%	3%	8%	11%	16%	18%
ROCE sin goodwill (EBIT / Capital empleado)	-18%	48%	51%	51%	57%	59%
ROCE con goodwill(EBIT / Capital empleado)	-11%	28%	30%	30%	34%	35%

Ilustración 8: Elaboración propia

En cuanto su valoración final, **se propone un escenario en el que la caja permanezca estable, aunque es posible que el endeudamiento suba si realizan muchas adquisiciones.** Es una compañía que actualmente puede parecer justa de valoración, pero el **turnaround que ha hecho el negocio otorga ahora una mayor capacidad de crecimiento y de beneficios.** No hay que hacerle demasiado caso al beneficio contable, ya que está mermado por el alto grado de goodwill y sus respectivas amortizaciones. No obstante, la compañía en su última call conference ha afirmado que esperan ya un beneficio contable positivo en 2021. Teniendo en cuenta todas estas variables, **la empresa se podría medir bien por P/FCF 22x y EV/EBITDA 15x, lo cual daría una TIR esperada de más del 30%.**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Valuation (millions, except EPS)							126	126	126	126	126	126	Cotización actual	7.0
Market cap							-2	-2	-2	-2	-2	-2		
Net DEBT (-) si es caja neta							-0.63	-0.16	-0.13	-0.10	-0.08	-0.06		
Deuda neta /EBITDA							-0.11	-0.08	-0.07	-0.05	-0.04	-0.03		
Deuda neta/equity							124	124	124	124	124	124		
Enterprise Value (EV)							3	12	16	20	26	33		
EBITDA							-2	6	8	10	14	18		
EBIT							-6	1	2	4	7	10		
Net income							-1	7	10	13	19	25		
FCF														
	3 YEARS	5 YEARS												
CAGR by PER	1%	20%					Price target PER+caja - 9.6 SEK	\$ 1.44	\$ 4.11	\$ 6.78	\$ 12.11	\$ 17.44	Multiple PER	30
CAGR by P/FCF	33%	34%					Price target P/FCF +caja - 1.1 SEK	\$ 8.42	\$ 12.21	\$ 16.46	\$ 23.23	\$ 30.73	Multiple P/FCF	22
CAGR by EV/EBITDA	33%	32%					Price target EV/EBITDA 2.8 SEK	\$ 10.32	\$ 13.29	\$ 16.58	\$ 21.95	\$ 27.83	Multiple EV/EBITDA	15
CAGR by EV/EBIT	17%	24%					Price target EV/EBIT - 1.9 SEK	\$ 6.78	\$ 9.00	\$ 11.22	\$ 15.67	\$ 20.11	Multiple EV/EBIT	20

Ilustración 9: Elaboración propia

En resumen, **VQS es una apuesta idiosincrásica en la “automatización” y consolidación de la industria de la transcripción de múltiples hablantes altamente**

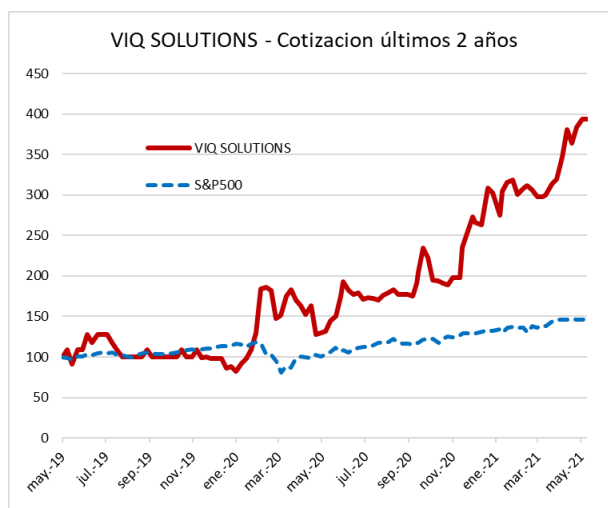
compleja y fragmentada. Las cifras de la empresa mejorarán significativamente a medio plazo a medida que los tribunales superen sus importantes retrasos y **VQS lance su producto "First Draft"**. La visibilidad, la liquidez y la valoración deberían mejorar a medida que VIQ complete una **doble cotización en el Nasdaq este verano**.

Estos desarrollos positivos esperados aún deben ser apreciados por el mercado, ya que el negocio hoy cotiza ~ 6 veces nuestro EBITDA estimado para 2024. **Con un múltiplo de EBITDA conservador de 15x (que implica ventas de 4.7x con márgenes de EBITDA del 31%, muy por debajo de otros negocios de SaaS con perfiles de margen y crecimiento similares), los inversores pueden obtener una TIR de más del 30%.**

Analista: Adrià Rivero



<https://www.youtube.com/c/adriariveroinversionenbolsa>



Sector
Tecnología

Industria
Software-Application

Últimos Resultados
31-mar-21

Cierre Año Fiscal
31-dic-20

Contacto
Mississauga, ON, Canadá
www.viqsolutions.com
viqsolutions.com/investors/

Capitalización
180.1 M CAD

Estilo Inversión
Small - Growth